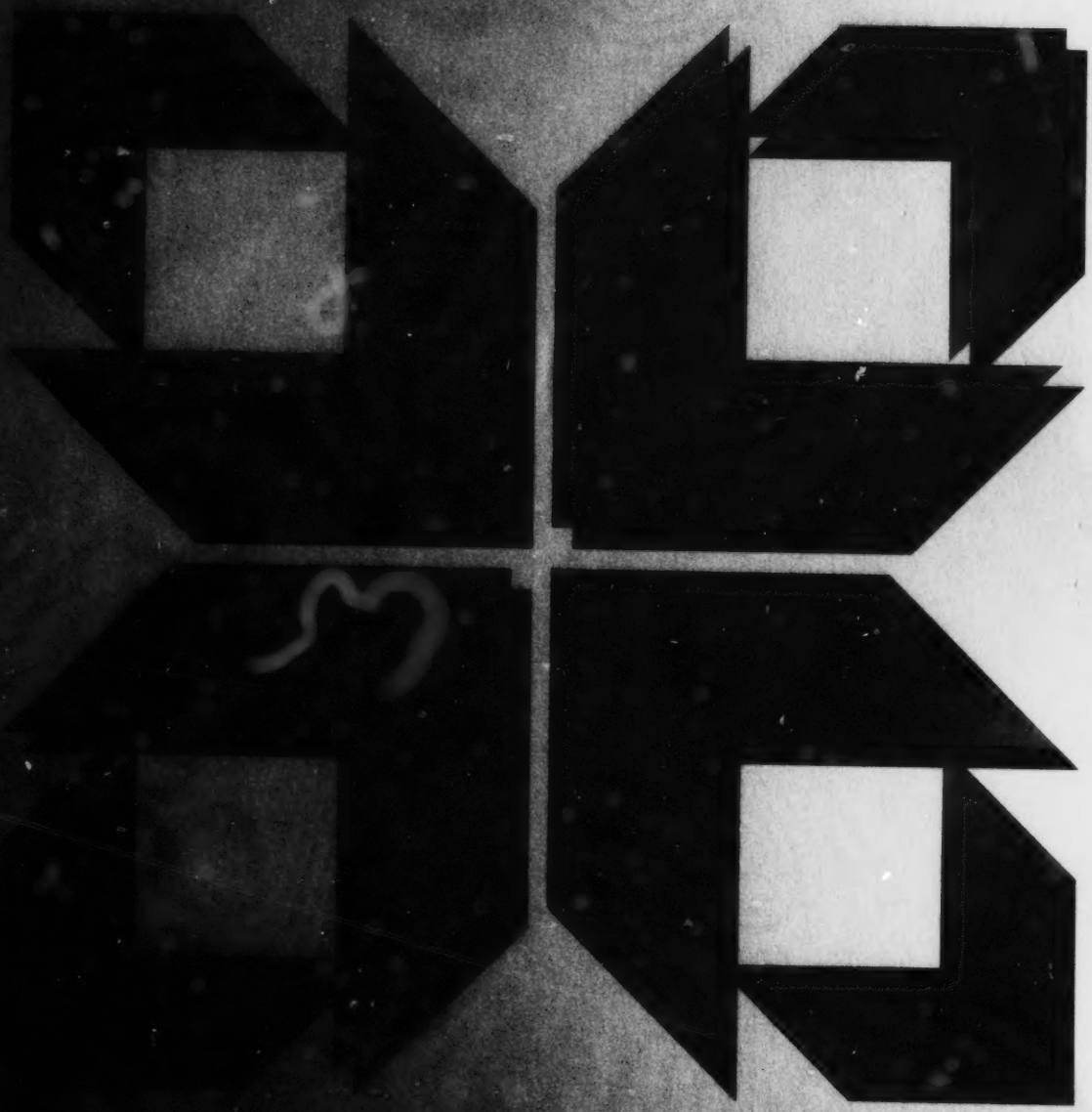
Les marchés financiers canadiens et la mondialisation



Un rapport de recherche préparé pour le
Conseil économique du Canada
1990

Les marchés financiers canadiens et la mondialisation

© Ministre des Approvisionnements et Services Canada 1989

En vente au Canada par l'entremise des

Librairies associées
et autres libraires

ou par la poste auprès du

Centre d'édition du gouvernement du Canada
Approvisionnements et Services Canada
Ottawa (Canada) K1A 0S9

N° de catalogue EC22-162/1989F
ISBN 0-660-92816-7

Les marchés financiers canadiens et la mondialisation

Un rapport de recherche préparé pour le
Conseil économique du Canada
1989

90-02532/

Données de catalogage avant publication (Canada)

Vedette principale au titre :

Les marchés financiers canadiens et la mondialisation : un rapport de recherche

Publ. aussi en anglais sous le titre : Globalization and Canada's financial markets.
ISBN 0-660-92816-7
N° de cat. MAS EC22-162/1989F

1. Finances internationales. 2. Marché monétaire.
3. Coopération internationale. 4. Institutions financières – Canada.
I. Conseil économique du Canada.

HG3881.G5514 1989 332'.042 C90-098506-2

Table des matières

Avant-propos		**ix**
1	**Introduction**	**1**
	L'importance des marchés financiers	1
	L'innovation financière	2
	La mondialisation des marchés financiers	4
	Prêts et emprunts internationaux	4
	L'expansion des institutions financières sur les marchés étrangers	5
	Le commerce des services financiers	5
	Les facteurs de changement	5
	L'aggravation des déséquilibres du compte courant	6
	L'évolution de la réglementation nationale	7
	Une instabilité accrue	9
	Le progrès technologique	11
	Nouvelles possibilités et nouveaux risques	11
	Les possibilités	11
	Les risques	11
	La coordination du contrôle prudentiel	12
	Le Canada à l'ère de la mondialisation	12
2	**Le contexte canadien**	**15**
	Le rôle du système financier	15
	Les fournisseurs de services financiers	17
	Les principaux groupes d'institutions financières du Canada	17
	Les autres institutions	19
	Le réseau financier international	20
	Les consommateurs de services financiers	21
	Les ménages	21
	Les entreprises	22
	Des institutions différentes pour des besoins différents	23
	Les marchés de services financiers	23
	La réglementation	26
	Un système en évolution	26
	L'harmonisation et la coordination au Canada	28
	D'un pays à l'autre – Encore des différences	29
	Une politique d'ouverture	30
3	**L'innovation sur les marchés financiers internationaux**	**33**
	Le concept d'innovation	33
	L'élargissement des marchés	35
	Les principaux instruments de l'euro-marché	35
	Les créances titrisées	37
	Les instruments de gestion des risques	42
	Historique	42

Des instruments pour gérer les risques 49
À chacun son marché 51
Les coûts 52
L'incidence globale 54
Les instruments et les procédés d'arbitrage 55
Les swaps 55
Les opérations programmées 60
Conclusion 61

4 L'internationalisation des marchés financiers 63
Les motifs 63
La disponibilité et le coût des fonds 64
La diversification des portefeuilles 64
Les facteurs propices 64
L'assouplissement de la réglementation 64
Des déséquilibres croissants 65
L'expansion des sociétés multinationales 65
La diffusion de l'information 65
Des instruments nouveaux 66
L'ampleur de l'internationalisation 66
La circulation des capitaux 66
La diversification des portefeuilles 68
Les centres financiers internationaux 70
Le recours aux marchés étrangers et internationaux 71
La participation des emprunteurs canadiens aux marchés internationaux 73
Les institutions 75
La performance des institutions canadiennes 76
Les effets de l'internationalisation . . . 85
. . . sur les institutions financières 86
. . . sur les consommateurs de services financiers 87
. . . et sur l'économie 89
Les risques 90
L'évolution future – Trois scénarios 90
La mondialisation complète 91
Un recul 92
Un rythme régulier 92

5 Les institutions étrangères sur les marchés nationaux 95
Trois façons de s'établir 95
Les institutions canadiennes à l'étranger 95
Les banques et les sociétés de fiducie 95
Les maisons de courtage en valeurs mobilières 97
Les compagnies d'assurance 97
Les institutions étrangères au Canada 97
Les compagnies d'assurance-vie 97
Les banques 97
Les maisons de courtage 99
L'établissement à l'étranger 100
Le choix du mode d'établissement 101

Le coût des transactions 102
Le coût de l'information 102
Le coût de la réglementation 102
La fiscalité 103
Les institutions étrangères sur les marchés intérieurs 103
Conséquences pour les institutions financières . . . 104
. . . pour les utilisateurs de services financiers 106
. . . et pour l'ensemble de l'économie 109
L'autonomie de l'industrie financière canadienne 109
L'avenir 111
Le libre-échange entre le Canada et les États-Unis 112
L'intégration européenne 113
Des jalons pour régir l'entrée des institutions étrangères 113

6 L'amorce d'une coopération internationale 115
Le Concordat de Bâle 115
Accord sur le ratio capital-actif pondéré en fonction des risques 117
Le contrôle prudentiel dans le domaine des valeurs mobilières 123
La convergence de la réglementation 124
La coordination des politiques macro-économiques 125
Les avantages possibles de la coordination 125
Les limites de la coordination internationale des politiques 126
Conclusion 128

7 Pour relever le défi 129
Mesures à prendre au niveau national 130
La rationalisation de l'appareil réglementaire canadien 130
L'amélioration de la concurrence et de l'accès 134
L'élimination des obstacles à la mondialisation 134
L'entrée des institutions étrangères sur le marché canadien 137
Le renforcement des institutions canadiennes 139
L'innovation financière 139
Le renforcement de la solvabilité des institutions financières 144
Une meilleure divulgation des renseignements 144
Une surveillance plus étroite 145
Les normes de capitalisation 145
L'entrée d'institutions étrangères sur le marché canadien par l'intermédiaire de filiales 146
Les filets de sécurité 147
L'acquisition d'institutions financières par des sociétés non financières 148
Mesures exigeant une coopération internationale 151
L'amélioration de la concurrence et de l'accès 151
La réduction des risques et la stabilité du système 151

Appendices

A L'enjeu des négociations sur les échanges de services financiers 157

B Les institutions financières et les liens de propriété 165

C La mondialisation, l'innovation et le krach boursier d'octobre 1987 173

Notes 177

Liste des tableaux, graphiques et figures 187

Glossaire 191

Membres de l'équipe 195

Avant-propos

Les années 80 auront été marquées par le rapprochement de plusieurs parties du monde. Les relations entre l'Est et l'Ouest se sont améliorées, les Européens ont travaillé à l'édification de leur marché unique, les pays du bassin du Pacifique ont resserré leurs liens économiques, et le Canada et les États-Unis ont conclu un accord de libre-échange. Rien ne révèle mieux cette tendance au rapprochement des économies nationales que la planétarisation du secteur financier. L'intégration des marchés financiers partout dans le monde et l'innovation financière qui l'a accompagnée ont radicalement transformé le fonctionnement des institutions financières, la façon de mobiliser des capitaux et les genres d'instruments financiers en usage.

Depuis plusieurs années, le Conseil économique porte un vif intérêt au fonctionnement du système financier canadien. Déjà, en 1976, il publiait un important rapport sur la réglementation des banques et autres institutions de dépôt, puis, en 1982, un autre sur le rôle de l'État dans les marchés financiers canadiens.

Le Conseil a produit, plus récemment, un rapport de synthèse, *Concurrence et stabilité* (novembre 1986), ainsi qu'un rapport de recherche, *L'encadrement du système financier* (mars 1987), qui présentait une analyse approfondie des institutions et des marchés financiers du Canada, au moment où s'amorçait la refonte tant attendue de la réglementation intérieure. Le Conseil y formulait également des recommandations visant à accroître la concurrence sur le marché intérieur, à faciliter l'accès des Canadiens à des services financiers efficaces et à renforcer la solvabilité des institutions financières.

Dans *Le nouvel espace financier*, paru en juin 1989, le Conseil a fait connaître ses recommandations sur l'attitude que les Canadiens devraient adopter à l'égard de la mondialisation des marchés financiers et de l'innovation financière, deux phénomènes qui ont pris une grande ampleur ces dernières années. Le présent rapport développe la recherche qui étaye ces recommandations.

À première vue, de nombreux Canadiens ne se sentiront peut-être pas vraiment concernés par l'internationalisation et l'innovation financière. Pourtant, nos travaux démontrent que ces deux phénomènes se répercutent directement sur le bien-être de toute la population canadienne. Elles ouvrent aux institutions financières de nouvelles perspectives, elles donnent aux emprunteurs l'accès à de nouveaux bassins de capitaux selon des modalités qui répondent à leurs besoins, et elles permettent aux investisseurs de mieux diversifier leurs portefeuilles. Comme emprunteurs et investisseurs sont eux-mêmes des producteurs de biens et services, la mondialisation et l'innovation financière leur offrent l'avantage de réduire leurs frais d'exploitation et, par conséquent, de renforcer leur compétitivité.

Mais nos recherches nous ont également appris qu'en raison de cette évolution, il est devenu beaucoup plus difficile de suivre les transactions financières, d'en identifier les parties et d'évaluer les risques qu'assument les divers agents économiques sur les marchés financiers – institutions, ou emprunteurs ou investisseurs particuliers. Cette diminution de la

transparence pourrait avoir des effets néfastes sur la stabilité des marchés financiers nationaux et internationaux.

Ce qui importe surtout, c'est de profiter le plus possible de la mondialisation et de l'innovation financière, tout en limitant les risques qu'elles comportent. Les recommandations visent donc le juste équilibre entre les considérations relatives à la compétitivité et les impératifs de la solvabilité.

Dans le cadre de la préparation de ce rapport, les membres de l'équipe se sont rendus en Europe, aux États-Unis, en Australie, et ont bien sûr parcouru le Canada, s'entretenant avec plus de 250 décideurs et représentants d'institutions financières, de sociétés et d'organismes de réglementation. Le Conseil a en outre fait l'acquisition d'une base de données sur les diverses émissions du marché des euro-obligations (depuis 1963) et du marché des effets à court terme (depuis 1981). L'équipe a aussi utilisé des données d'entreprises, de gouvernements, d'associations professionnelles ainsi que d'institutions financières.

L'internationalisation des marchés et l'innovation financière ont surtout joué jusqu'ici dans le secteur des opérations de gros. Le secteur des opérations de détail a été peu touché. Voilà pourquoi le Conseil, souhaitant apporter sa contribution à l'examen actuel de la législation en matière financière, a concentré ses recherches sur le secteur des opérations de gros. Il est d'avis, toutefois, que la mondialisation et l'innovation influeront grandement sur les opérations de détail des banques, des maisons de courtage en valeurs mobilières, des compagnies d'assurance et des sociétés de fiducie.

L'équipe était assistée d'un comité consultatif composé de trois membres du Conseil et de quatre experts de l'extérieur, dont deux travaillent dans de grandes institutions internationales. Le comité, qui était présidé par Alix Granger, membre du Conseil, a fourni une aide appréciable pour l'orientation générale du projet et l'évaluation des résultats de la recherche. Au nom du Conseil, je tiens donc à remercier les membres du comité consultatif pour leur précieuse contribution.

Judith Maxwell
Présidente

Les marchés financiers canadiens et la mondialisation

AVIS AU LECTEUR

Nous avons utilisé dans les tableaux les symboles suivants, employés par Statistique Canada :

. .	chiffre non disponible
. . .	n'ayant pas lieu de figurer
– –	infime
–	néant ou zéro
p	chiffres préliminaires.

Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total.

1 Introduction

Les systèmes financiers mondiaux connaissent depuis une dizaine d'années une évolution sans précédent qui a radicalement transformé le comportement des institutions financières et les moyens de mobiliser les capitaux. Des liens plus étroits se sont tissés entre les marchés financiers de nombreux pays, et d'importantes sphères de l'activité financière internationale ont désormais une dimension mondiale.

Avec la rapide progression de cette mondialisation s'est propagée l'innovation financière, c'est-à-dire le processus qui débouche sur la mise en œuvre de pratiques et d'instruments nouveaux. Le recours à ces nouveaux instruments et à ces nouvelles pratiques a stimulé le processus de mondialisation des marchés financiers, lequel a lui-même créé de nouveaux débouchés pour la mise au point et l'utilisation de produits innovateurs.

Cette évolution comporte de nombreux avantages pour les utilisateurs des services financiers, y compris pour les Canadiens, mais elle a aussi ouvert la porte à un accroissement possible des coûts et des risques. Ce qui importe, c'est que les Canadiens profitent pleinement de ces changements et que les effets négatifs soient limités au minimum.

À cette fin, le Conseil a formulé une série de 23 recommandations qui ont été publiées dans un rapport de synthèse intitulé *Le nouvel espace financier : Les marchés canadiens et la mondialisation*, et que nous reproduisons au chapitre 7 du présent rapport. Ces recommandations concernent la gestion des marchés financiers canadiens et du système financier mondial. Le présent rapport a pour objet de faire état de la recherche sur laquelle le Conseil a fondé ses recommandations.

L'importance des marchés financiers

L'industrie de la finance constitue depuis longtemps un important rouage des économies modernes; elle répond aux besoins financiers des particuliers, des entreprises et des gouvernements. Les décisions prises sur les marchés financiers du monde entier influent sur chaque aspect de l'activité économique, et particulièrement sur la manière dont le capital est affecté à ses diverses utilisations. Les Canadiens doivent donc suivre attentivement l'évolution d'une industrie aussi vitale.

En outre, l'innovation financière et l'internationalisation du secteur ont lieu dans un monde où certains aspects des activités de cette industrie, en grande partie à cause de sa croissance rapide, prennent une signification économique de plus en plus grande. L'augmentation rapide de l'actif des banques, la proportion croissante des activités financières qui passent par les institutions financières, l'importance grandissante de l'intermédiation directe des fonds et l'élargissement de la gamme d'activités des institutions financières sont autant d'éléments qui témoignent de cette évolution.

Ainsi, la croissance, depuis trois décennies, de l'actif des institutions bancaires du Canada et des autres pays industrialisés par rapport à la taille des économies dont elles font partie (tableau 1-1) souligne le rôle important du secteur bancaire dans l'affectation du capital.

Autre signe du rôle croissant des institutions financières, celles-ci agissent de plus en plus comme intermédiaires dans les opérations financières. C'est ce qu'il est convenu d'appeler l'« institutionnalisation » des marchés financiers. Au Canada, par exemple, le « ratio d'intermédiation financière » – c'est-à-dire le ratio de l'actif des institutions financières a l'actif financier total de l'économie – a augmenté sensiblement de 1961 à 1987 (graphique 1-1).

Par ailleurs, les agents économiques ont de plus en plus recours à des marchés et à des instruments financiers qui assurent l'intermédiation directe des fonds. C'est ce que l'on appelle l'« intermédiation de marché », qui comporte l'émission et l'échange de titres, comme des obligations et des actions, par opposition à l'« intermédiation financière », où l'institution recueille des fonds en émettant un titre de créance sur elle-même et offre des fonds sous la forme de prêts. Par exemple, entre le milieu des années 70 et le milieu des années 80, le marché obligataire a connu dans plusieurs pays une croissance beaucoup plus rapide que l'ensemble de l'économie (graphique 1-2). Cette progression, qui a été favorisée en partie par la mondialisation des marchés financiers et par la mise au point de produits innovateurs, n'est pas sans conséquences sur le plan de la réglementation financière.

Enfin, la gamme des activités des institutions financières, particulièrement en matière d'utilisation de produits

Tableau 1-1

Actif des institutions bancaires par rapport au PNB, certains pays, 1960-1987[1]

En pourcentage

	Canada	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Allemagne de l'Ouest
1960	41	43	36	..	55
1970	60	48	64	87	89
1980	96	54	101	107	115
1986	93	57	184	134	132
1987	91	58	176	145	132

1 Les chiffres ne se prêtent pas à une comparaison directe entre les pays; ils ne révèlent que les variations à l'intérieur de chaque pays.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données tirées du Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales, Annuaire*, 1988.

nouveaux, change rapidement, ce qui, là encore, préoccupe les organismes chargés de la réglementation des institutions financières.

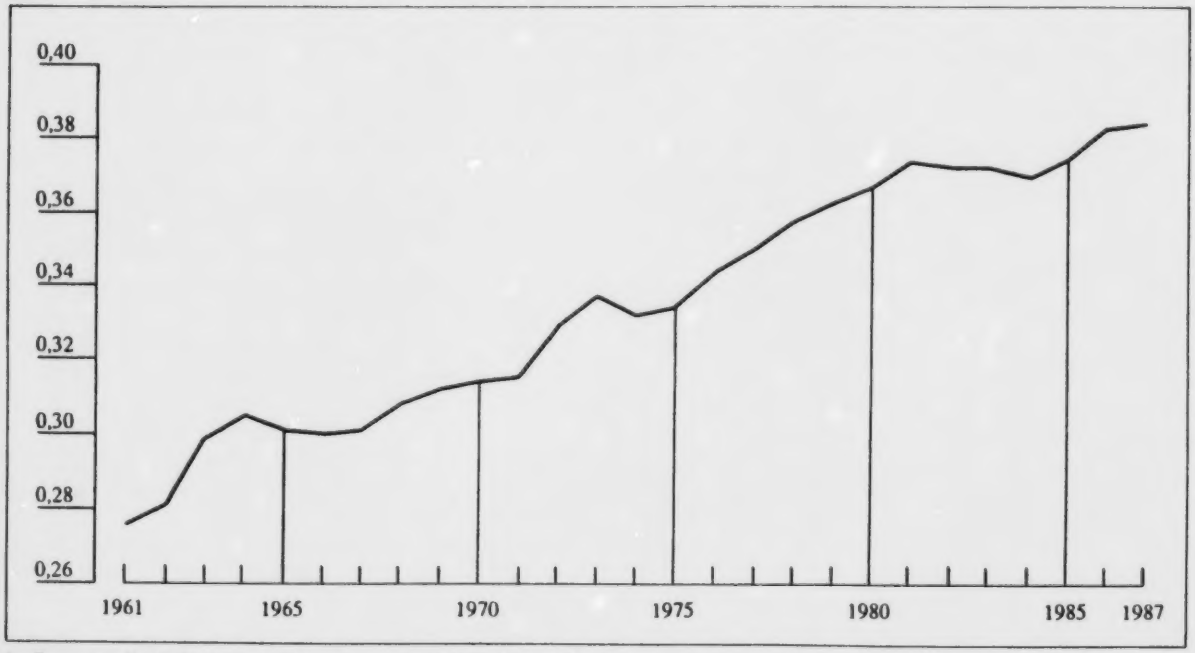
L'accroissement du rôle de nombreux segments de l'industrie des services financiers est dans une large mesure attribuable au double phénomène de la mondialisation et de l'innovation, qui constituent l'objet principal de notre étude.

L'innovation financière

La mise au point de nouveaux instruments et de nouvelles pratiques en matière financière a ouvert de nombreux débouchés pour les intervenants sur les marchés financiers, aussi bien dans la mobilisation des capitaux que dans la gestion des risques; elle a aussi modifié les types de risques auxquels font face les institutions financières et

Graphique 1-1

Ratio d'intermédiation financière[1], Canada, 1961-1987

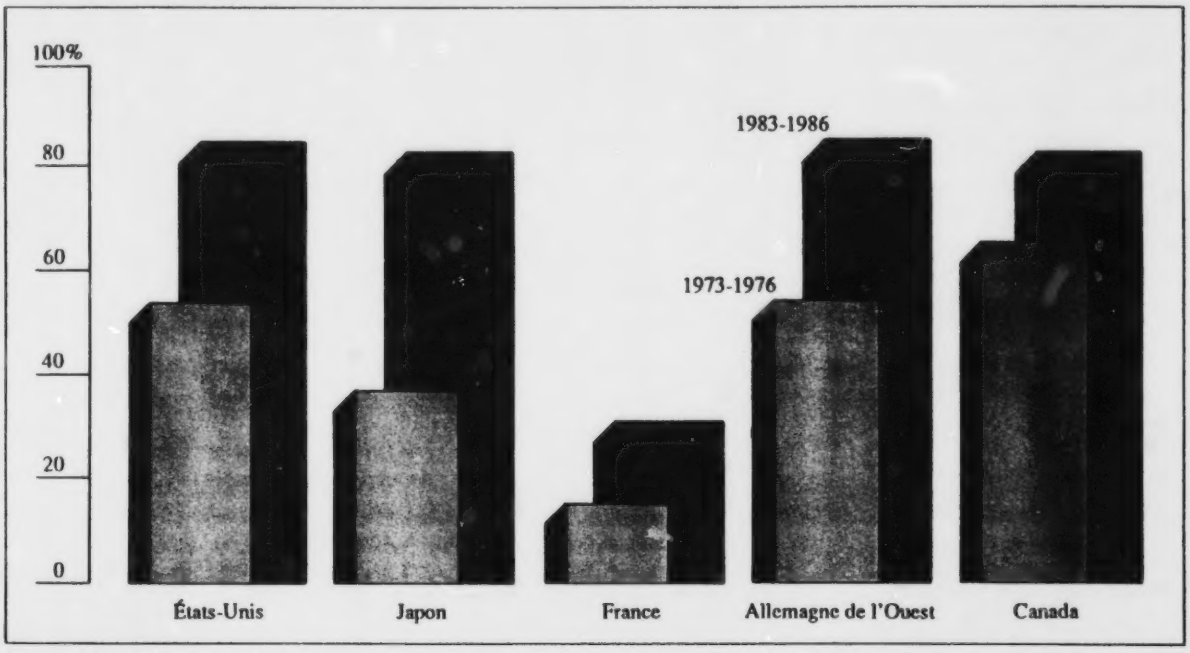


1 Rapport de l'actif des institutions financières à l'actif financier total dans l'économie. Une augmentation du ratio indique que les institutions financières jouent un rôle accru dans les transactions financières au Canada.

SOURCE D'après des données de Statistique Canada.

Graphique 1-2

Taille du marché obligataire en proportion du PNB, certains pays, 1973-1976 et 1983-1986



SOURCE D'après des données de M. Watson, D. Mathieson, R. Kincaid et collab., *International Capital Markets: Developments and Prospects*, Washington (D.C.), Fonds monétaire international, janvier 1988; et Statistique Canada, *Comptes des flux financiers et du bilan national*, n° 13-214 au catalogue, 1987.

influe profondément sur la réglementation des marchés financiers.

Selon leur rôle, on peut classer les pratiques et les instruments financiers qui ont fait leur apparition depuis le milieu des années 70 en trois grandes catégories :

- Les instruments d'élargissement des marchés, qui visent à donner accès aux emprunteurs à de nouvelles sources de financement. Le volume du financement obtenu grâce à ces instruments, qui sont semblables à certains égards aux titres classiques (comme les obligations ou les effets de commerce), a augmenté très rapidement, particulièrement dans les années 80. Si les agents économiques ont davantage recours aux marchés financiers internationaux, c'est en partie parce que ces instruments ont amélioré l'accès à des bassins internationaux de capitaux.

- Les instruments de gestion des risques, dont l'utilisation a augmenté très rapidement depuis 10 ans. Certains d'entre eux sont normalisés et s'échangent sur des marchés organisés, tandis que d'autres sont taillés sur mesure par des institutions financières pour répondre aux besoins précis de leurs clients. Ces instruments donnent aux institutions financières et à leurs clients les moyens de faire face à certains risques inhérents à un milieu financier mondialisé. Les marchés de certains de ces instruments ne sont pas bien développés au Canada, ce dont il y a lieu de s'inquiéter.

- Les instruments d'arbitrage entre les marchés, qui permettent aux emprunteurs de mobiliser des capitaux sur des marchés ou dans des devises auxquelles ils n'auraient autrement pas eu accès. Ces instruments ont grandement facilité la mondialisation de l'activité financière.

La disponibilité de plus en plus grande de bon nombre de ces nouveaux instruments a contribué sensiblement à l'utilisation croissante des titres et des quasi titres – qui sont créés par le processus de titrisation – et au recul de la part des fonds mobilisés sur les marchés internationaux au moyen de prêts (en particulier de prêts bancaires consortiaux). Dans ce contexte, on entend en général par titrisation le recours aux effets et aux obligations au lieu des prêts bancaires pour mobiliser des capitaux pour les emprunteurs qui jouissent d'une très bonne cote de crédit, comme les gouvernements et les grandes entreprises. Ce phénomène a été favorisé par l'apparition de mécanismes d'emprunt qui permettent à une banque d'organiser l'émission de titres négociables au nom de l'emprunteur et d'établir une marge de crédit de soutien

qui peut être mise à la disposition de ce dernier si l'émission ne se vend pas bien sur le marché. Comme nous l'avons déjà mentionné, l'utilisation accrue de ces instruments a contribué à favoriser les formes d'emprunts titrisés aux dépens des prêts (graphique 1-3).

Depuis les années 70 aux États-Unis – et, plus récemment, dans d'autres pays – on entend par « titrisation » le regroupement de prêts hypothécaires, automobiles et commerciaux, et de soldes de cartes de crédit dans des fonds sur lesquels sont émis des titres de participation qui sont vendus aux investisseurs. Ces « créances titrisées » connaissent une popularité croissante depuis quelques années. Elles pourraient grandement améliorer l'efficience des marchés financiers dans une grande économie multirégionale comme celle du Canada, où le dilemme des décideurs est de voir à ce que les institutions répondent aux besoins locaux tout en réussissant à diversifier suffisamment leurs portefeuilles.

La mondialisation des marchés financiers

La mondialisation des marchés financiers s'inscrit dans la tendance à une interdépendance et à une intégration plus poussées des économies nationales, qui s'est manifestée dans les années 80. La circulation internationale des personnes, des biens, des services et des connaissances s'est considérablement intensifiée, en grande partie grâce à une diminution remarquable de la durée et du coût du transport. Les ordinateurs et les satellites ont inauguré l'ère des communications instantanées. Il s'ensuit que les habitants de tous les pays sont de plus en plus tributaires des produits, des services et des marchés d'autres pays. Et c'est dans le domaine financier que la tendance à l'intégration est la plus nette.

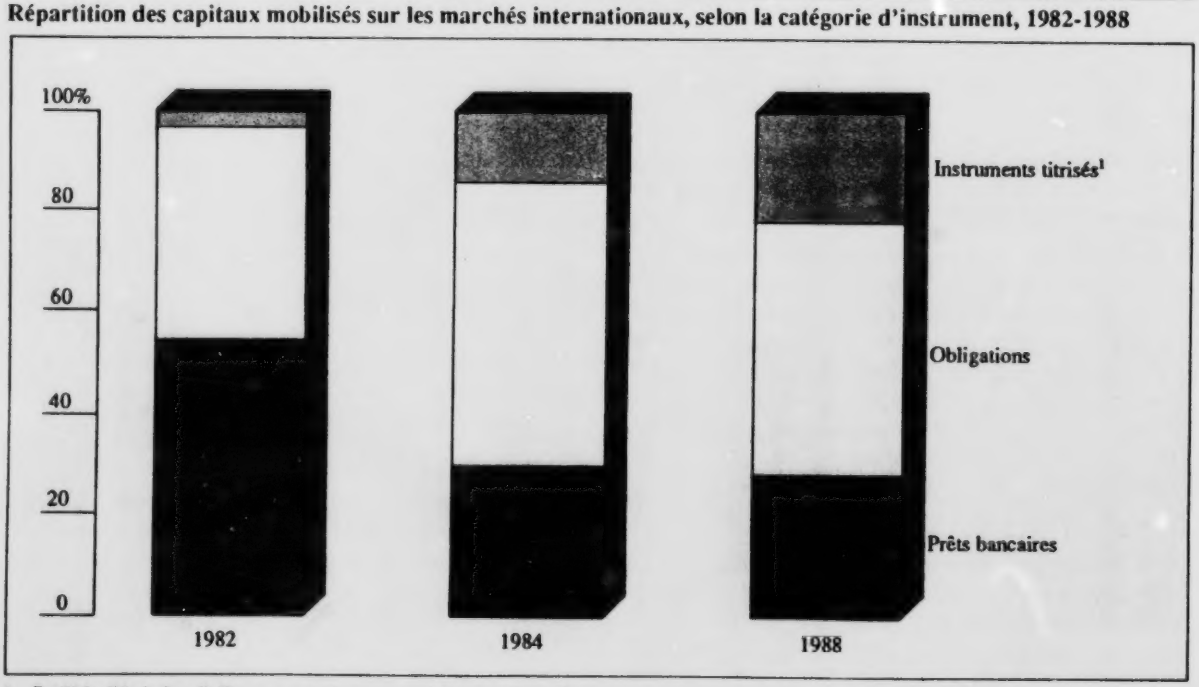
Un certain nombre de caractéristiques importantes de l'intégration financière sont évidentes. Les flux transfrontaliers de capitaux, qui sont attribuables en grande partie aux activités de prêt et d'emprunt à l'échelle internationale, ont considérablement augmenté. Les marchés financiers intérieurs de nombreux pays sont de plus en plus pénétrés par des institutions financières d'autres pays, et le commerce des services financiers devient un important volet des négociations commerciales internationales.

Prêts et emprunts internationaux

Il ne manque pas de données pour confirmer la croissance de la circulation internationale des capitaux. Les facilités de

Graphique 1-3

Répartition des capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, selon la catégorie d'instrument, 1982-1988



1 Facilités d'émission d'effets, euro-papier commercial, autres titres d'emprunt et actions émises simultanément dans plusieurs pays.
SOURCE D'après Organisation de coopération et de développement économiques, *Tendances des marchés des capitaux*, divers numéros.

crédits et les prêts internationaux consentis par les banques de tous les pays membres de l'OCDE ont plus que doublé de 1980 à 1985, tandis que les euro-obligations offertes ont quadruplé de 1983 à 1986. En revanche, l'expansion des prêts intérieurs a été plus limitée si l'on considère, par exemple, que les prêts accordés aux entreprises et aux gouvernements par des banques canadiennes n'ont augmenté que de 32 % de 1980 à 1985; pendant la même période, les prêts consentis par les banques commerciales des États-Unis aux Américains ont augmenté de 72 %.

Cette intensification des activités internationales de prêt s'est accompagnée d'une utilisation croissante des monnaies autres que le dollar US dans les opérations internationales. Bien que le dollar reste la monnaie internationale dominante – comme c'est le cas depuis le milieu des années 40 – l'importance grandissante du yen, du deutsche mark, du franc suisse et de la livre sterling dans ces opérations montre que les agents économiques concernés sont disposés à utiliser diverses monnaies.

L'expansion des institutions financières sur les marchés étrangers

Avant les années 60, les institutions financières de la plupart des pays industrialisés réalisaient la plus grande partie de leurs activités internationales à partir du pays où était situé leur siège social. Dans le cas des banques, ces activités consistaient surtout à effectuer des opérations de change et à offrir le crédit lié au commerce extérieur. Les opérations bancaires à l'étranger se faisaient par l'entremise de banques correspondantes dans les pays concernés. Certaines banques avaient des bureaux de représentation dans les grands centres du monde ainsi que quelques filiales bancaires offrant des services aux particuliers et aux entreprises à l'étranger.

Les compagnies d'assurance fonctionnaient essentiellement de la même façon qu'actuellement et vendaient leurs produits de détail dans un certain nombre de pays, et les maisons de courtage étaient établies dans les grands centres mondiaux. Toutefois, la plupart des institutions ne tiraient qu'une faible part de leur volume d'affaires de ces établissements.

L'expansion remarquable de l'euro-marché vers la fin des années 60 a incité les banques et les maisons de courtage à s'établir dans les grands centres financiers de l'euro-marché ou à y accroître leurs activités. Au début, il s'agissait de Londres, mais de nombreuses institutions financières ont ensuite étendu leurs activités à l'échelle mondiale (tableau 1-2). Dans de nombreux pays, les filiales de banques étrangères ont accaparé une plus grande part de l'actif total du système bancaire (tableau 1-3).

Le commerce des services financiers

La prodigieuse augmentation des échanges internationaux de produits financiers constitue une facette importante de la mondialisation des marchés financiers. Les échanges de services financiers, qui sont liés au flux de capitaux internationaux, mais non identiques, sont de plus en plus importants. Par exemple, ils occupent une place non négligeable dans l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis et figurent au programme des négociations multilatérales du GATT (*Uruguay Round*).

Il est cependant difficile de cerner avec précision la notion de « commerce des services financiers ». Les travaux du GATT ont surtout porté jusqu'à maintenant sur certains aspects particuliers, comme la libéralisation de la circulation internationale des capitaux et des investissements étrangers directs dans l'industrie financière, ce qu'il est convenu d'appeler le « droit d'établissement ». Comme les modifications apportées à la réglementation dans les principaux pays industriels ont aboli la plupart des obstacles à la circulation internationale des capitaux, sinon tous, les négociations internationales portent désormais surtout sur les questions liées au droit d'établissement, problème qui revêt une signification particulière dans l'industrie financière à cause de l'importance qu'attachent les institutions à une présence véritable sur les marchés qu'elles servent. Pour comprendre les problèmes qui se posent, il faut établir un cadre conceptuel adéquat qui définisse les échanges et facilite l'analyse des coûts et des avantages de leur libéralisation. On trouvera ce cadre à l'appendice A.

Les facteurs de changement

L'évolution récente du secteur financier peut être reliée à plusieurs facteurs qui ont commencé à jouer un rôle important au cours des années 70 et ont facilité – voire imposé – les changements structurels qui ont influé sur les systèmes financiers à travers le monde. Ces facteurs sont les suivants :

- les déséquilibres croissants des comptes courants;
- l'évolution de la réglementation nationale des institutions et des marchés financiers;
- l'instabilité croissante des marchés;
- le progrès technologique.

Dans une grande mesure, ces quatre facteurs sont connexes. C'est ainsi, par exemple, que l'instabilité croissante des taux d'intérêt et de change a stimulé la création de nouveaux produits destinés à protéger investisseurs et emprunteurs. Par ailleurs, l'innovation financière a pu, en

Tableau 1-2

Nombre de banques étrangères[1] et de bureaux de banques étrangères[2], certains pays, 1960-1987[3]

	1960	1970	1980	1985	1987
			Nombre d'institutions		
Pays d'accueil :					
Belgique	14[4]	26	51	57	..
Canada	–	–	–	57	58
Italie[5]	1	4	26	36	..
Pays-Bas	..	23	39	40	..
Suisse	8	97	99	119	..
Royaume-Uni	51[6]	95	214	293[7]	368
Australie	..	..	..	2	18
			Nombre de bureaux de banques		
France	33	58	122	147	156
Allemagne	24	77	213	287[8]	..
Japon[9]	34	38	85	112	..
Luxembourg	3	23	96	106	..
États-Unis	..	..[10]	579	783[11]	691[12]

1 Les institutions bancaires étrangères faisant affaire dans le pays par l'entremise de succursales ou de filiales dans lesquelles elles détiennent une participation majoritaire, sauf indication contraire.
2 Les institutions bancaires étrangères représentées par plus d'un établissement sont comptées plus d'une fois.
3 Données de fin d'année, sauf pour 1985, où il s'agit des données au milieu de l'année.
4 En 1958.
5 Succursales seulement; le 30 juin 1985, on comptait dans ce pays cinq filiales appartenant à des intérêts étrangers.
6 En 1962.
7 Le 30 juin 1985, le total était de 357, lorsque sont incluses les banques en participation et les consortiums bancaires.
8 Le 30 juin 1985, ces bureaux représentaient 95 institutions bancaires.
9 Succursales seulement; le 30 juin 1985, on dénombrait 76 banques étrangères.
10 Au début des années 70, on dénombrait environ 50 bureaux de banques étrangères.
11 Le 30 juin 1985, ces bureaux représentaient environ 350 institutions.
12 Le 30 juin 1987, ces bureaux représentaient environ 264 institutions.

SOURCE Banque des règlements internationaux, *Recent Innovations in International Banking*, Bâle, BRI, avril 1986; *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie I, le 27 février 1988; et divers rapports.

soi, attiser l'instabilité du marché. La mondialisation aurait été impossible sans une évolution de la réglementation financière dans beaucoup de pays industrialisés, mais, d'un autre côté, les forces de la concurrence sur un marché de plus en plus intégré ont obligé beaucoup de pays à modifier leur réglementation. Les déséquilibres croissants du solde courant de nombreux pays ont renforcé le phénomène de la mondialisation, alors que beaucoup ont cherché à l'étranger des moyens d'investir leur excédent ou de financer leur déficit. En même temps, toutefois, la mondialisation a permis à certains pays de remettre à plus tard les politiques nécessaires pour corriger les déséquilibres.

L'aggravation des déséquilibres du compte courant

Les années 70 et 80 ont été marquées par l'aggravation des déséquilibres du compte courant par rapport à la situation du début de l'après-guerre. Conclus en 1944, les Accords de Bretton Woods avaient mis de l'ordre dans le système monétaire international et prévoyaient que la plupart des devises devaient avoir une valeur fixe à l'étranger. Ils ne permettaient qu'une marge de fluctuation étroite par rapport au dollar US, à son tour convertible en or à un taux fixe. Ces mesures ont imposé une certaine discipline aux pays. De temps à autre, certaines monnaies étaient dévaluées et réévaluées, mais ces pratiques étaient découragées le plus possible par le Fonds monétaire international, organisation créée pour administrer le système des changes convenu à Bretton Woods. À la fin des années 60, les coûts croissants de la guerre du Vietnam ont attisé l'inflation aux États-Unis et déséquilibré le compte courant. Il est devenu difficile de maintenir des taux de change fixes, et des taux de change flexibles devaient finalement être adoptés au début des années 70, ce qui a réduit davantage la discipline extérieure imposée aux pays.

Tableau 1-3

Importance relative de l'actif[1] des banques étrangères dans certains pays, 1960-1987[2]

En pourcentage

	1960	1970	1980	1985	1987
Australie	..	..	..	..	9,0[3]
Belgique	8,2[4]	22,5	41,5	51,0	..
Canada	..	..	..	6,3	8,9
France	7,2	12,3	15,0	18,2[5]	17,1
Allemagne de l'Ouest[6]	0,5	1,4	1,9	2,4	1,9
Italie	..	..	0,9	2,4	..
Japon[6]	..	1,3	3,4	3,6	2,8[7]
Luxembourg[8]	8,0	57,8	85,4	85,4	..
Pays-Bas[9]	..	..	17,4[10]	23,6	..
Suisse	..	10,3	11,1	12,2	..
Royaume-Uni	6,7	37,5	55,6	62,6	61,6
États-Unis[11]	..	5,8[12]	8,7	12,0	12,8

1 En proportion de l'actif bancaire total.
2 Données de fin d'année, sauf pour 1985, où il s'agit des données au milieu de l'année.
3 Les nouvelles banques étrangères seulement.
4 En 1958.
5 En 1984.
6 Les succursales seulement.
7 Les principaux éléments d'actif des banques étrangères seulement.
8 Les banques appartenant à des intérêts belges ne sont pas considérées comme des banques étrangères.
9 Les succursales universelles seulement.
10 En 1983.
11 Les agences et les succursales de banques étrangères seulement.
12 En 1976.

SOURCE Banque des règlements internationaux, *Recent Innovations*; *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie I, le 27 février 1988; et divers rapports.

À la fin des années 60 et au début des années 70, les déséquilibres de tous les pays, y compris les grands pays industrialisés, ont crû à peu près au même rythme que le PIB mondial (qui équivaut à la croissance réelle et à l'inflation), comme on peut le constater au graphique 1-4[1]. L'aggravation des déséquilibres en 1974-1975 s'est produite après le premier choc pétrolier de 1973-1974. Une bonne partie de l'aggravation des déséquilibres de 1981-1982 a été causée par les importants déficits de l'Argentine, du Brésil et du Mexique.

Après 1983, le taux de croissance des déséquilibres du compte courant des pays du Groupe des Sept – qui comprend les États-Unis, le Japon, l'Allemagne de l'Ouest, le Royaume-Uni, la France, l'Italie et le Canada – a été plus fort que celui des déséquilibres de l'ensemble des pays industrialisés[2], ce dernier ayant été lui-même supérieur à celui de l'ensemble des pays du monde. Les principaux facteurs à l'origine de ces déséquilibres ont été l'énorme déficit des États-Unis et les excédents du Japon et de l'Allemagne de l'Ouest. Le compte de capital des États-Unis (tableau 1-4), permet de constater l'ampleur de l'évolution de ces soldes et dans laquelle mesure les États-Unis sont devenus un importateur net de capitaux (alors qu'ils étaient un exportateur net auparavant).

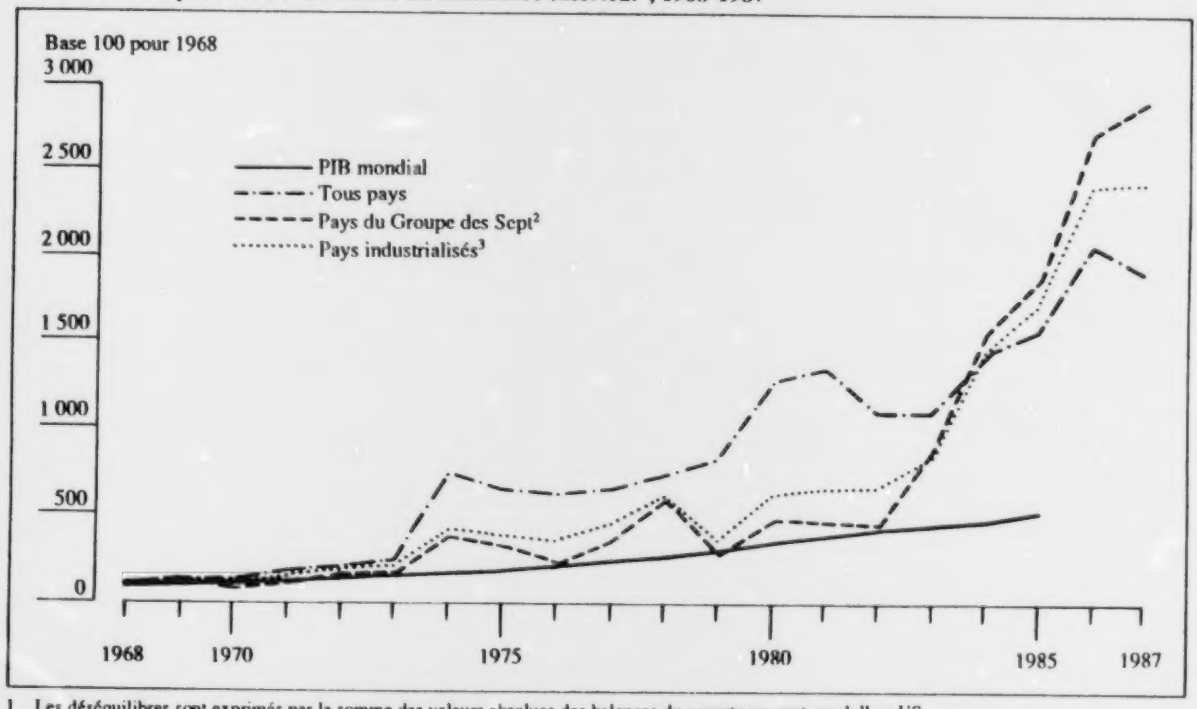
Tous ces déséquilibres ont eu des conséquences pour la mondialisation des marchés financiers et pour l'innovation financière. En particulier, la nécessité de recycler les pétrodollars après le premier choc pétrolier a constitué un très puissant stimulant pour le développement des euro-marchés et l'expansion des activités internationales des banques. Par ailleurs, les déséquilibres récents entre les pays industrialisés ont stimulé l'innovation financière, car les institutions financières ont cherché de nouveaux moyens de recycler les capitaux.

L'évolution de la réglementation nationale

L'augmentation des déséquilibres extérieurs entre les pays a incité certains gouvernements à supprimer une partie ou la totalité des mesures de contrôle de la circulation des capitaux afin de faciliter le recyclage des capitaux des pays en position excédentaire vers les pays déficitaires. Certains gouvernements ayant des déficits budgétaires ont en outre

Graphique 1-4

Indice des déséquilibres de la balance du commerce extérieur[1], 1968-1987



1 Les déséquilibres sont exprimés par la somme des valeurs absolues des balances du compte courant, en dollars US.
2 États-Unis, Japon, Allemagne de l'Ouest, Royaume-Uni, France, Italie et Canada.
3 Australie, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse, ainsi que les pays du Groupe des Sept.
SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après le Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales – supplément sur la balance des paiements*, 1984; et FMI, *Annuaire*, 1988.

libéralisé leurs marchés intérieurs afin de pouvoir mobiliser plus facilement des fonds. Comme certains pays, en modifiant leur réglementation, ont renforcé la compétitivité internationale de leurs institutions ou de leurs marchés, d'autres ont décidé de faire de même, en partie pour préserver leurs marchés intérieurs et en partie pour permettre à leurs propres institutions d'être concurrentielles.

Enfin, les gouvernements ont parfois aussi modifié leur réglementation uniquement pour suivre l'évolution de la conjoncture dans les autres pays et ne pas être désavantagés par rapport à la concurrence étrangère.

De nombreux pays ont modifié radicalement leur réglementation financière à la fin des années 70 et au début des

Tableau 1-4

Compte de capital, États-Unis, 1980-1988

En millions de dollars US

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988[p]
Solde total[1]	–34 515	–31 373	–30 179	+32 232	+76 872	+94 670	+117 404	+135 503	+118 784
Avec le Royaume-Uni	–1 673	–6 631	–1 638	+17 320	+17 076	+31 414	+42 675	+65 098	+12 885
Avec le Japon	–579	+1 721	–3 889	+3 678	+14 445	+25 859	+25 891	+20 955	+42 665

1 Un signe négatif indique une sortie de capitaux et un signe positif, une rentrée de capitaux.
SOURCE U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, divers numéros.

années 80. Les changements ont affecté la structure organisationnelle des institutions financières, leur propriété et leurs pouvoirs, l'établissement des taux d'intérêt sur les dépôts et du loyer de l'argent, la mise au point de nouveaux instruments et la libre circulation des capitaux dans les deux sens. Pour l'essentiel, ces modifications n'ont pas tant porté sur le niveau global de réglementation qu'instauré un nouveau type de réglementation. Beaucoup d'aspects de la nouvelle réglementation ont profondément influé sur le rythme de la mondialisation et sur la progression de l'innovation financière. Il s'agit tout particulièrement de la levée des contrôles des capitaux et des changes, qui a permis l'accroissement de la circulation internationale des capitaux, et de l'abolition des restrictions sur l'utilisation de certaines catégories d'instruments financiers, qui a permis l'innovation.

La majeure partie du monde industrialisé a connu cette évolution. Après avoir assoupli et même aboli ses mesures de contrôle des changes à la fin des années 70, le Royaume-Uni a modifié en profondeur la réglementation de ses marchés financiers au cours des années 80. Symbole de cette mutation, le « Big Bang » du 27 octobre 1986 a ouvert le marché des valeurs mobilières de Londres à une concurrence accrue[3]. La création de la *Securities Investment Board* (SIB), le renforcement des organismes d'autoréglementation, le rôle de surveillance confié à la Banque d'Angleterre et des tentatives de réglementation des marchés des euro-obligations jusque-là relativement libres sont d'autres initiatives qui s'inscrivent dans cette évolution[4].

De son côté, la France a supprimé les plafonds des taux d'intérêt, les mesures de contrôle des changes et les obstacles à la mise en œuvre de pratiques et d'instruments nouveaux. L'évolution de la réglementation française atteindra son point culminant à la fin de 1991, quand les agents économiques qui ne font pas partie de l'industrie et les institutions étrangères bénéficieront d'un accès élargi à la bourse de Paris.

On a aussi observé ces tendances ailleurs. Ainsi, l'Allemagne a elle aussi modifié sa réglementation – en particulier à Francfort, son principal centre financier – même si les échanges de certains instruments précis n'y sont toujours pas permis. L'Australie a connu des transformations majeures avec l'élimination des barrières entre divers secteurs de ses marchés financiers et l'ouverture des marchés intérieurs aux intervenants étrangers, même si elle restreint depuis quelque temps l'implantation des institutions étrangères sur son territoire.

Aux États-Unis, les derniers plafonds des taux d'intérêt sont disparus en 1985. On n'y trouve pratiquement plus d'obstacles à la circulation internationale des capitaux ou à la création et à la mise au point de processus et d'instruments nouveaux. Les barrières entre les divers secteurs de l'activité financière, notamment entre le secteur bancaire et celui du commerce des valeurs mobilières, n'ont cependant pas encore été abolies, tandis qu'il existe toujours des limites aux activités bancaires entre les États. Les institutions font constamment des essais et, par des décisions ponctuelles, les organismes de contrôle exemptent certaines d'entre elles de la réglementation en vigueur.

Le Canada n'exerce pas de contrôle des changes depuis la Seconde Guerre mondiale, et les plafonds des taux d'intérêt y ont été supprimés en 1967. Une réforme ambitieuse et laborieuse de la réglementation financière a été amorcée en 1987 dans le but d'élargir les pouvoirs des institutions financières et de supprimer les restrictions qui empêchent les institutions d'un des piliers d'être propriétaire d'institutions d'un autre pilier.

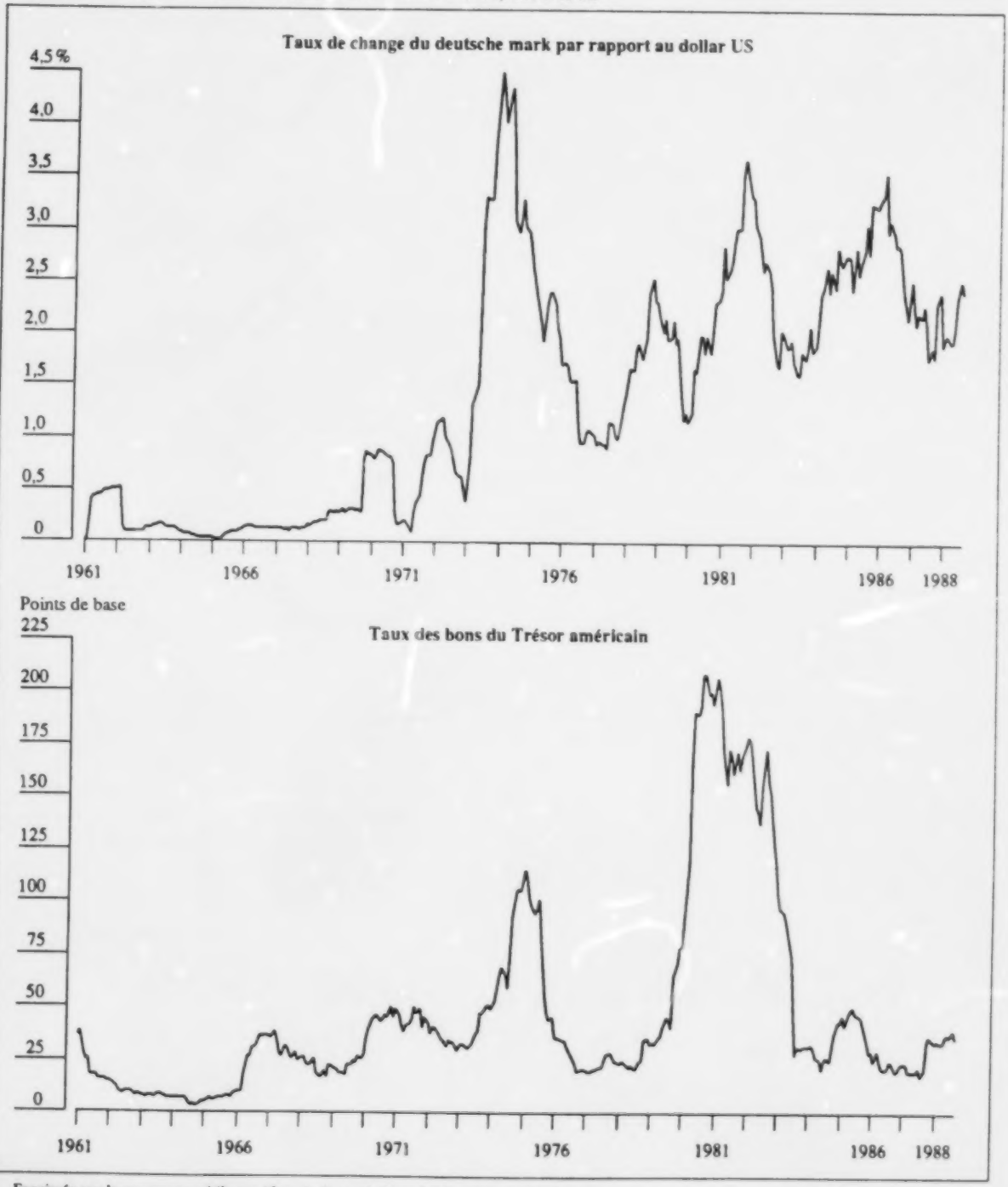
Toutes ces transformations ont débouché sur une certaine convergence de la réglementation financière entre les pays industrialisés, ce qui a facilité les opérations internationales des institutions financières.

Une instabilité accrue

La réglementation a évolué dans un contexte d'instabilité accrue des prix sur de nombreux marchés financiers. Des fluctuations plus prononcées et plus rapides des taux d'intérêt et de change ont marqué la fin des années 70 et le début des années 80, particulièrement lorsqu'on compare cette période à celle, plus paisible, des années 60 et du début des années 70 (graphique 1-5). D'abord, le système de Bretton Woods a été remplacé, au début des années 70, par un système de taux de change variables pouvant mieux répondre aux forces du marché, ce qui a été le prélude à des fluctuations continues des prix relatifs des devises. La flambée inflationniste des années 70 – attribuable en partie au fait que les pays avaient empêché leurs monnaies de prendre de la valeur dans le but d'améliorer leur compétitivité sur le marché des exportations – s'est accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt, qui sont devenus plus instables. Tout en laissant ces taux se stabiliser d'eux-mêmes en réaction aux forces du marché, l'évolution de la politique monétaire vers le contrôle quantitatif de la masse monétaire a aussi attisé l'instabilité des prix sur les marchés des obligations et des effets. Les marchés boursiers ont eux aussi connu des fluctuations quotidiennes plus prononcées. L'instabilité croissante des prix et des taux d'intérêt a augmenté les risques pour les agents économiques sur les marchés financiers internationaux. Beaucoup de nouveaux

Graphique 1-5

Variabilité[1] de deux indicateurs financiers des États-Unis, 1961-1988



1 Exprimée par la moyenne mobile sur 12 mois des variations absolues mensuelles des taux.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données de la Banque du Canada.

instruments mis au point à la fin des années 70 et au début des années 80 l'ont été en réponse à la nécessité, pour les participants, de limiter les risques.

Le progrès technologique

Les progrès réalisés dans les domaines des télécommunications et des technologies de la collecte et du traitement de l'information ont facilité le double phénomène de la mondialisation et de l'innovation financière. Grâce aux ordinateurs et aux satellites, il est possible de virer presque instantanément des fonds partout dans le monde. Les terminaux individuels permettent maintenant aux négociants d'échanger les devises étrangères et de nombreuses autres valeurs, où que l'on se trouve. Le progrès technologique est à l'origine de l'augmentation rapide de l'arbitrage entre divers marchés – en particulier entre les marchés au comptant et à terme –, ce qui a amélioré leur liquidité et réduit les écarts de prix.

Le perfectionnement des ordinateurs permet aux intervenants du marché de stocker des quantités de plus en plus importantes de données et de traiter toujours plus rapidement l'information recueillie. Il permet aussi aux gestionnaires de fonds de réévaluer leur position presque continuellement et d'agir plus rapidement pour constituer les portefeuilles souhaités. L'augmentation phénoménale de la capacité de stockage de l'information, de calcul des prix et des taux d'intérêt, et d'établissement de prévisions à l'égard de la position des portefeuilles a catalysé la mise au point et la diffusion de procédés et d'instruments nouveaux comme les échanges d'options et les échanges programmés.

Les facteurs qui sous-tendent dans une large mesure la mondialisation des marchés financiers et l'innovation financière échappent au contrôle des Canadiens, pour qui il importe donc de s'adapter à l'évolution qui se produit. Ce processus d'adaptation exige une connaissance des possibilités et des risques associés à ces changements, ainsi qu'une bonne coordination des structures de réglementation au Canada. Toutefois, la croissance de la mondialisation fait que les structures de réglementation des autres pays ont un impact important sur le Canada, qui a donc intérêt à promouvoir la coordination du contrôle prudentiel entre les pays.

Nouvelles possibilités et nouveaux risques

L'innovation financière et la mondialisation offrent des avantages évidents aux consommateurs de services financiers comme aux institutions financières. Mais ces phénomènes comportent également des coûts, qui prennent le plus souvent la forme de risques accrus. Ils réduisent aussi la transparence du système financier et rendent plus difficile la surveillance des marchés financiers.

Les possibilités

L'innovation, la mondialisation et l'établissement des institutions étrangères sur les marchés intérieurs ouvrent de nouveaux horizons. Les investisseurs et les emprunteurs sont en mesure de mieux gérer leur exposition au risque et d'accéder à des marchés qui seraient, autrement, hors de leur portée directe. Grâce aux nouveaux instruments, ils peuvent se constituer des portefeuilles d'actifs et de titres de créances dont les taux d'intérêt, les devises, les échéances et le risque correspondent le mieux à leurs besoins propres. En théorie du moins, tous ces moyens rendent le système financier plus efficace, abaissent le loyer global de l'argent pour l'économie et améliorent le rendement pondéré par le risque offert aux investisseurs.

Jusqu'ici, ces avantages n'ont, pour la plus grande partie, été offerts qu'aux grands emprunteurs de « grande qualité » comme l'État, les institutions financières et les grandes entreprises, ainsi qu'aux gros investisseurs. Ce qu'il faut maintenant, c'est étendre les avantages de la mondialisation et de l'innovation financière aux autres secteurs de l'économie.

Les risques

La mondialisation et l'innovation financière peuvent, dans nombre de cas, augmenter ou modifier les risques assumés par les intervenants du marché, et aggraver aussi le risque d'instabilité du marché. Mal gérés, ces risques peuvent entraîner des pertes dont les coûts devront être assumés par les intervenants, ainsi que par l'économie dans son ensemble.

Dans les opérations des banques sur les marchés financiers internationaux et peut-être également sur certains marchés nationaux, la part de l'intermédiation de marché dans l'ensemble du volume d'activités a augmenté, tandis que la part de l'intermédiation financière a diminué. Les genres de risques que les banques supportent se sont ainsi déplacés : le risque de position (associé aux effets potentiels d'une variation des taux d'intérêt ou de change sur leur position financière) est devenu plus important, tandis que le risque de crédit (associé à la situation financière de l'autre partie au contrat) a perdu de son importance relative. Les banques connaissent traditionnellement mieux le dernier type de risque que le premier.

Les risques liés à la planétarisation et à l'innovation financière tiennent beaucoup plus au fait que le système

financier a perdu de sa transparence. À cause de la complexité et de l'internationalisation croissantes d'activités comme les emprunts, les prêts, les opérations de couverture et la titrisation, beaucoup d'opérations échappent maintenant à la réglementation nationale classique. Le manque d'information sur le type et le volume des transactions, ainsi que sur les parties à des swaps ou à des contrats à terme normalisés, a réduit la transparence des systèmes financiers à travers le monde, y compris au Canada.

Il est particulièrement inquiétant de constater que les banques augmentent leurs engagements hors bilan et que beaucoup de pays n'exigent pas de leurs institutions financières qu'elles les déclarent intégralement. Il est également préoccupant que les organismes de réglementation commencent tout juste à établir des procédures permettant d'évaluer adéquatement les risques en cause. Étant donné la composante internationale très importante d'un grand nombre de ces engagements, on ne saurait envisager de résoudre les problèmes de transparence sans des efforts de coopération internationale.

La coordination du contrôle prudentiel

La gestion de l'économie mondiale soulève les questions de l'harmonisation internationale des politiques et des règlements, ainsi que de la coopération plus étroite entre les organismes de réglementation et les dirigeants des divers pays. Il existe déjà une certaine forme de coopération, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux, en ce qui concerne le contrôle international des institutions financières, mais beaucoup moins pour la réglementation du commerce des valeurs mobilières.

Le besoin de coordination et de contrôle ne se limite cependant pas à la sphère internationale. Pour tirer pleinement profit des changements issus des nouvelles tendances des marchés financiers, les gouvernements provinciaux et le gouvernement fédéral doivent travailler ensemble dans le but de supprimer les barrières internes aux échanges de services financiers et de faire en sorte que la réglementation ne donne pas d'avantages concurrentiels à certaines institutions, quelle que soit la région où elles exercent leurs activités.

Le Canada à l'ère de la mondialisation

L'importance des avantages que les Canadiens tireront de la mondialisation et de l'innovation financière dépendra de leur présence sur les marchés mondiaux et de leur capacité de faire face de façon efficace aux risques en cause.

Tout au long de leur histoire, les Canadiens ont fortement eu recours aux capitaux étrangers, d'abord, du Royaume-Uni et, ensuite, des États-Unis; les mouvements internationaux nets de capitaux (c'est-à-dire la différence entre les rentrées totales et les sorties totales) ont toujours été importants. Plus récemment, toutefois, les entrées et les sorties – c'est-à-dire les mouvements internationaux bruts de capitaux – ont considérablement augmenté. Ainsi, de 1970 à 1988, la valeur des obligations canadiennes vendues à des étrangers a bondi de 1,4 à 71 milliards de dollars, et celle des obligations étrangères achetées par les Canadiens est passée de 160 millions à 33 milliards de dollars. Les transactions portant sur d'autres titres ont aussi fortement augmenté. Cette augmentation est certes attribuable au rapprochement des échéances, mais il ne fait aucun doute que l'accroissement de la circulation internationale des capitaux s'inscrit dans la tendance générale à la mondialisation des transactions financières.

Compte tenu de l'importance de leur économie, les emprunteurs canadiens mobilisent une partie beaucoup plus importante de capitaux frais sur les marchés internationaux (24 milliards de dollars US en 1986) que les ressortissants de la plupart des autres grands pays industrialisés (graphique 1-6), et cette part ne cesse d'augmenter depuis les années 60. Les Américains, eux, avec un produit intérieur brut qui est 10 fois plus élevé que celui du Canada, ne sont allés chercher que 56 milliards de dollars sur les marchés internationaux.

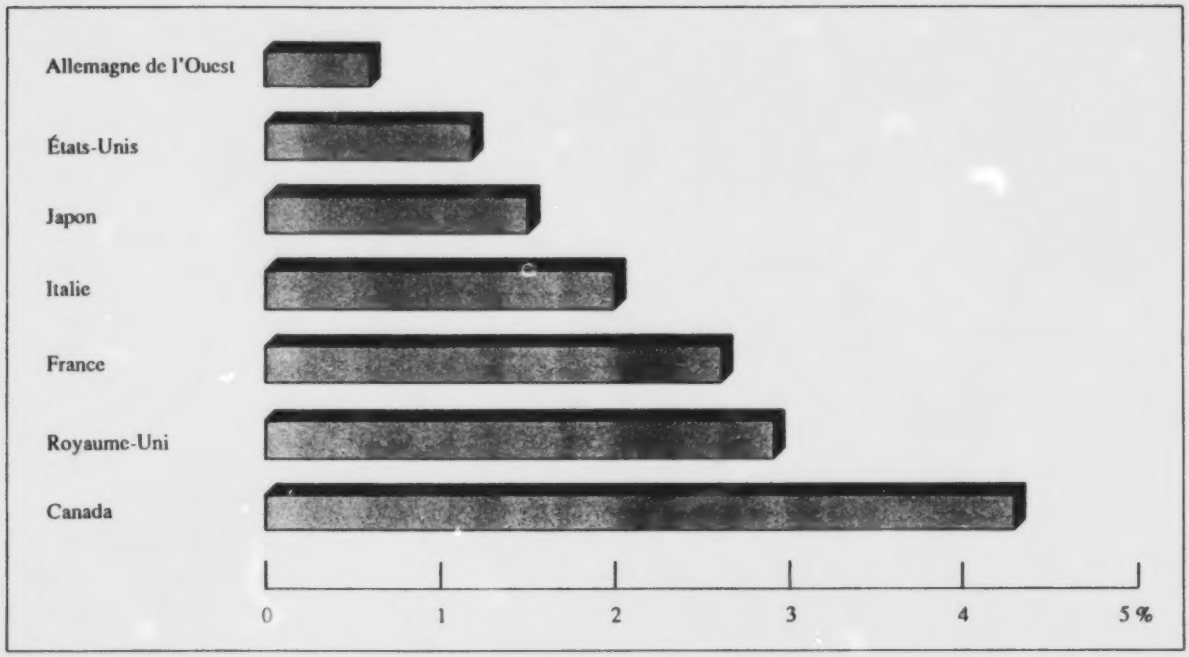
Malgré leur présence accrue sur les marchés mondiaux, les emprunteurs canadiens n'ont pas encore beaucoup utilisé certains instruments innovateurs. Cela ne tient pas nécessairement à des lacunes des institutions canadiennes. Si les emprunteurs se tournent davantage vers les marchés internationaux, c'est, entre autres raisons, parce qu'ils souhaitent diversifier leurs sources de financement et que la taille relativement restreinte de l'économie canadienne les y incite. Du fait que l'économie canadienne est petite, il est également plus difficile d'y soutenir un marché liquide de certains titres, de contrats à terme normalisés et d'options.

Il y a néanmoins lieu de s'inquiéter de la performance des institutions canadiennes sur les marchés internationaux en pleine croissance, où leur part du marché s'effrite.

Les Canadiens doivent d'autant plus s'adapter aux changements qui se produisent sur les marchés financiers internationaux que l'innovation financière, la mondialisation des marchés financiers et la pénétration des marchés intérieurs par des institutions étrangères ne constituent pas des

Graphique 1-6

Capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, en proportion du PIB[1], pays du Groupe des Sept, 1982-1987



1 D'après les moyennes annuelles.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après OCDE, *Statistiques financières mensuelles*, Partie I; et *Comptes nationaux des pays de l'OCDE*, divers numéros.

phénomènes temporaires. Ils ont modifié la configuration et le fonctionnement des systèmes financiers à travers le monde et en ont accru l'efficacité; ce sont des phénomènes vraisemblablement irréversibles. Les périodes turbulentes qu'ont connu les marchés à la fin de 1986 et en 1987 n'ont pas véritablement influé sur ces tendances à long terme.

La mondialisation et l'innovation financière laissent entrevoir d'importants avantages, mais elles entraîneront aussi certains coûts. Pour les Canadiens, le défi consiste à mettre en œuvre des stratégies et des politiques qui permettront de maximiser les possibilités que crée cette évolution tout en en limitant les coûts.

2 Le contexte canadien

L'évolution rapide du contexte financier international pose aux dirigeants canadiens des défis qui sont conditionnés par la structure actuelle du système financier du pays. Pour analyser l'impact de cette évolution récente sur l'économie canadienne, nous passons brièvement en revue le rôle que joue le système financier dans une économie, pour ensuite décrire les producteurs de services financiers – c'est-à-dire les institutions financières, dont certaines étaient déjà présentes sur la scène canadienne et internationale bien avant la Confédération[1] – et les utilisateurs de services que sont les particuliers, les entreprises et les administrations publiques. Puis, étant donné que la configuration du système financier canadien dépend dans une large mesure de la réglementation applicable, nous terminons le présent chapitre par un examen de cette réglementation et des changements possibles.

Le rôle du système financier

Au Canada, l'industrie financière fait l'objet d'une grande attention de la part des dirigeants et des analystes parce qu'elle joue un rôle crucial dans l'économie du pays[2]. Les institutions qui la composent font en effet partie de notre vie quotidienne et constituent notre lien financier avec le reste du monde. Nous y déposons ou encaissons nos chèques de paie et en retirons l'argent dont nous avons besoin pour nos dépenses de tous les jours. Nous y empruntons aussi l'argent nécessaire pour acheter une maison ou une automobile, ou pour investir dans une entreprise commerciale. Enfin, c'est dans ces institutions que se déroulent des transactions majeures qui influent sur le loyer de l'argent et sur l'usage qu'on en fait, sur l'emplacement et l'envergure des projets de développement industriel, sur la valeur du dollar canadien – en fait, sur le rythme et l'orientation de la croissance économique du pays et sur le bien-être de ses habitants.

Sur un plan plus analytique, le système financier remplit quatre fonctions : l'intermédiation des fonds et des risques, la garde des fonds, le maintien d'un système de paiement et la diffusion de l'information[3]. L'intermédiaire financier – qui est normalement une institution financière – transfère des capitaux entre les épargnants et ceux qui veulent utiliser ces fonds à des fins d'investissement ou de consommation. C'est, par exemple, ce que fait une banque quand elle reçoit des dépôts et prête à ses clients. On appelle ce genre d'intermédiation « intermédiation financière » (ou indirecte), parce que l'intermédiaire produit son propre instrument financier dans le cadre de la transaction. Dans l'autre forme d'intermédiation – dite « de marché » (ou directe) –, l'intermédiaire organise la transaction mais ne produit pas son propre instrument. C'est, par exemple, ce qui se produit quand un courtier en valeurs mobilières transige au nom d'un investisseur l'achat d'actions, d'obligations ou d'autres titres émis par une entreprise ou une administration publique voulant mobiliser des capitaux. L'intermédiation des fonds permet aux investisseurs de dissocier leurs décisions d'épargne de leurs décisions de placement, en leur permettant d'entreprendre des projets sans avoir à employer leurs propres économies pour les financer.

Comme dans l'intermédiation des fonds, le risque peut être transféré, soit par intermédiation de marché, soit par intermédiation financière. Il arrive très souvent que l'intermédiation des fonds se fasse en même temps que celle des risques. Ainsi, par exemple, lorsqu'une banque prête de l'argent à une entreprise commerciale, la circulation des capitaux entre les déposants et l'emprunteur constitue une intermédiation des fonds. Toutefois, étant donné que ce sont les actionnaires de la banque – plutôt que les déposants qui ont fourni les fonds en question – qui assument dans une très large mesure le risque du prêt, il y a également intermédiation du risque, qui est transféré des déposants aux actionnaires. L'intermédiation des risques ne suppose pas obligatoirement un transfert de fonds. Les polices d'assurance incendie, vol et accident, par exemple, constituent une intermédiation des risques sans transfert de fonds (la prime ne constitue pas une intermédiation des fonds mais représente plutôt la commission que l'assuré paie à l'assureur pour que ce dernier assume le risque). De même, la garantie hypothécaire prévue en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (LNH) constitue elle aussi une intermédiation des risques, tandis que l'octroi de la créance hypothécaire en question par une banque constitue une intermédiation financière.

La garde des fonds permet aux particuliers, aux entreprises et aux administrations publiques de garder dans des endroits sûrs leurs excédents temporaires de capitaux.

Le maintien d'un système de paiement comporte la gestion d'un mécanisme de virement des dépôts, ainsi que

l'émission, la circulation et la compensation des chèques. Tout comme le réseau de transport assure le déplacement des marchandises entre les vendeurs et les acheteurs, le système de paiement permet de virer des fonds des acheteurs aux vendeurs de biens et de services. Au Canada, ce système est exploité par les institutions financières qui font partie de l'Association canadienne des paiements, et les règlements ultimes sont effectués par virement de soldes auprès de la Banque du Canada. Dans le cas des transactions internationales, les instructions de paiement sont transmises par les services de communications de la Société mondiale des télécommunications financières inter-banques (SWIFT) et les règlements sont effectués sous forme de soldes dans des banques étrangères correspondantes.

La fourniture d'information – extrant souvent oublié dans le secteur financier – a pris de l'importance à cause de l'élargissement de l'éventail des produits financiers et de l'augmentation du nombre des intervenants sur le marché, ainsi que de la complexité croissante des transactions financières et des enjeux. Les institutions financières fournissent une information précieuse sur les divers produits financiers disponibles. Elles publient, par exemple, des analyses sur les obligations et les actions, sur les taux d'intérêt et les prix des éléments d'actif, sur les variables qui en modifient la valeur (comme le taux de croissance économique, le taux d'inflation et la situation de la balance des paiements) ainsi que sur les perspectives de diverses industries et entreprises. Elles fournissent aussi une abondante information financière internationale aux investisseurs et aux emprunteurs.

Le secteur de la finance, de l'assurance et de l'immobilier représente 14 % environ du produit intérieur brut du Canada et 6 % de l'emploi total, mais son importance ressort surtout dans la contribution indirecte qu'il apporte à l'économie en remplissant les quatre fonctions décrites ci-dessus. Sans l'intermédiation financière, en effet, les entreprises auraient de la difficulté à financer leurs opérations quotidiennes et leurs immobilisations en infrastructure et en équipement, et les consommateurs ne pourraient régler autrement qu'au comptant un grand nombre de leurs achats les plus importants. Sans système de paiement stable, les échanges de biens et de services à l'intérieur de l'économie canadienne se feraient beaucoup plus difficilement que dans la situation actuelle. Le système financier constitue en outre un important outil de mise en œuvre des politiques publiques de stabilisation, et notamment de la politique monétaire. La création d'emplois et de richesse dans l'économie dépend de son efficacité.

Cette efficacité du secteur financier peut être examinée du point de vue privé et du point de vue public. Dans la première optique, l'industrie est efficace lorsque le processus privé de prise de décisions débouche sur une répartition et un fonctionnement efficaces. Pour que la répartition soit efficace, un intermédiaire financier doit canaliser l'épargne et répartir les capitaux en fonction des risques et des rendements prévus. Cela suppose que l'on finance d'abord les projets pour lesquels on prévoit, compte tenu des risques, les taux de rendement les plus élevés et, en dernier lieu, ou pas du tout, les projets dont le rendement prévu est le plus faible. Pour que le système financier fonctionne efficacement, il doit effectuer ce processus de canalisation et de répartition des capitaux au moindre coût possible; il faut aussi que les marchés soient compétitifs et qu'ils fassent en sorte que l'établissement des prix des éléments d'actif financiers tienne compte de toute l'information disponible; et, enfin, que les institutions financières aient la confiance du grand public.

Du point de vue public, un système financier est efficace lorsqu'en plus de satisfaire au critère de l'efficacité privée, il répond aux besoins de la société en général. La canalisation et la répartition des capitaux doivent donc tenir compte de tous les coûts et avantages sociaux. Le système doit offrir des moyens de paiement qui soient à la mesure des besoins de l'économie, et assurer à tous les Canadiens un accès raisonnable à tous les services financiers. Entre autres choses, la structure réglementaire ne devrait pas entraver artificiellement l'accès – par exemple, en interdisant à certaines catégories d'institutions financières de vendre certains produits relevant d'autres institutions.

En outre, le système financier pourrait être efficace du point de vue privé et exclure quand même un grand nombre de Canadiens. Certaines régions du pays pourraient, par exemple, être privées de services financiers adéquats à la suite d'une évaluation des coûts et avantages privés par les agents économiques qui interviennent sur les marchés financiers. Il se pourrait aussi que des clients éventuels d'institutions financières jugent que les avantages privés prévus ne justifient pas le coût d'achat des services financiers de ces institutions, et qu'ils évitent alors de recourir au système financier et accumulent leurs économies dans des instruments qui n'offriraient pas un rendement compétitif. Il pourrait aussi arriver que le système financier n'assure pas à certains secteurs de l'économie un niveau de financement acceptable au plan social et que l'État doive intervenir, plus particulièrement pour faciliter l'élaboration de nouveaux moyens de financement. C'est ce qui se produit, par exemple, pour le marché monétaire – les prêts à terme et la fourniture de prêts répondant aux besoins des petites entreprises, qui constituent ce qu'on appelle le « marché intermédiaire ». La concurrence et la disponibilité de l'information qui l'accompagne, ainsi que la confiance demeurent des éléments importants de l'efficacité sociale, mais celle-ci

exige également – troisième condition – l'accessibilité des services financiers.

Les fournisseurs de services financiers

Le système financier canadien repose sur un système de « piliers » où les principales fonctions financières sont assurées par des catégories d'institutions distinctes. Fondé sur le principe de la séparation, en matière de réglementation et de propriété, des institutions financières en quatre grandes catégories, le système des piliers a été à l'origine mis en œuvre à la suite de la Crise. Rien ne séparait auparavant les activités bancaires et le secteur des valeurs mobilières, et les banques étaient les plus importants preneurs fermes de valeurs des administrations publiques et des sociétés. En instituant le système des piliers, on voulait permettre au secteur financier de regagner la confiance des agents économiques, qui avait été fortement ébranlée dans les années 30. Les autorités croyaient en effet renforcer la confiance qu'inspirait le système de paiement en séparant le commerce des valeurs mobilières du secteur bancaire, et réduire au minimum les situations de conflit d'intérêts qui peuvent aussi entamer la confiance envers le système financier en séparant également les activités de fiducie et le secteur bancaire. Bien que la réglementation financière ait fait l'objet d'importantes modifications au cours des dernières années, la structure fondamentale du système repose toujours sur les quatre piliers d'origine.

Les principaux groupes d'institutions financières du Canada

Les banques à charte constituent le plus important groupe d'institutions financières selon la valeur de leur actif (tableau 2-1). Elles ont toujours fait de l'intermédiation financière en acceptant des dépôts et en recyclant les capitaux dans l'économie, principalement sous forme d'hypothèques et de prêts personnels et commerciaux.

Le Canada compte présentement deux catégories de banques à charte, respectivement régies par les dispositions de l'Annexe A et de l'Annexe B de la *Loi sur les banques*[4]. Les sept banques énumérées à l'Annexe A de la Loi appartiennent à des intérêts canadiens dispersés, c'est-à-dire que, légalement, aucun actionnaire ne peut contrôler plus de 10 % d'une quelconque catégorie d'actions avec droit de vote; elles possèdent environ 7 000 succursales disséminées à travers le pays et offrent des services aux grandes et aux petites entreprises ainsi qu'aux particuliers de tous milieux. Ces banques ont des filiales et des bureaux de représentation dans beaucoup de pays, où elles se livrent à des activités diverses, notamment l'acceptation de dépôts et l'octroi de prêts. De 22 à 46 % de l'actif des plus importantes banques de l'Annexe A sont détenus en devises étrangères (tableau 2-2).

Les 58 banques de l'Annexe B sont des institutions à capital fermé et, à l'exception d'une seule (la Banque Laurentienne), elles appartiennent toutes à des institutions étrangères. Les banques à propriété étrangère sont beaucoup plus petites que la plupart des banques canadiennes (tableau 2-3), et leurs succursales sont peu nombreuses. Dix banques étrangères seulement avaient plus de quatre succursales au début de 1988 et 19 n'avaient qu'un établissement au Canada, en l'occurrence le siège social de la filiale. Les

Tableau 2-1

Actif des diverses catégories d'intermédiaires dans le secteur financier, Canada, décembre 1987

En millions de dollars

	Valeur de l'actif
Banques à charte (Annexe A)[1]	365 858
Caisses de retraite en fiducie[2]	143 562
Compagnies d'assurance-vie	120 224
Sociétés de fiducie[3]	89 958
Sociétés de prêts hypothécaires[4]	77 460
Coopératives de crédit et caisses populaires locales	55 060
Banques à charte (Annexe B)	46 676
Fonds mutuels[5]	27 765
Compagnies d'assurance générale (biens et risques divers)	25 341
Sociétés financières	20 191
Caisses séparées offertes par les compagnies d'assurance-vie[6]	15 002
Maisons de courtage	14 732
Coopératives de crédit et caisses populaires centrales	13 583
Sociétés de financement des entreprises	7 358
Sociétés de crédit-bail	5 109
Sociétés d'investissement à capital fixe[5]	1 401

1 Actif mondial, à l'exclusion de celui des sociétés de prêts hypothécaires associées aux banques à charte de l'Annexe A.
2 Y compris l'actif des régimes des secteurs public et privé qui totalisaient 73 854 et 69 708 millions de dollars, respectivement.
3 À l'exclusion des services de gestion de successions, de fiducie et d'agence.
4 Y compris les fonds de placements immobiliers et les sociétés de placements hypothécaires.
5 Actif total au prix coûtant.
6 Actif total selon la valeur comptable.

SOURCE Statistique Canada, *Institutions financières, statistiques financières*, n° 61-006 au catalogue, 3e trimestre, 1988; et *Caisses de retraite en fiducie, statistiques financières*, n° 74-201 au catalogue, 1987; *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie I, le 25 février 1989.

Tableau 2-2

Actif total et actif en devises étrangères des principales banques de l'Annexe A, Canada, décembre 1988

	Actif total	Part de l'actif en devises étrangères
	En millions de dollars	En pourcentage
Banque de Montréal	78 135	43,1
Banque de Nouvelle-Écosse	77 061	45,6
Banque de Commerce Canadienne Impériale	94 837	29,7
Banque Canadienne de l'Ouest	286	0,4
Banque Nationale du Canada	30 835	22,7
Banque Royale du Canada	110 938	28,9
Banque Toronto-Dominion	61 741	28,6

SOURCE *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie I, le 25 février 1989.

banques de l'Annexe B ne sont donc pas bien positionnées pour desservir le marché de détail des dépôts et des prêts et elles cherchent plutôt à s'établir une clientèle parmi les grandes entreprises et les groupes spéciaux. En 1987, cependant, deux banques étrangères – la Banque Lloyds du Canada et la Banque Hongkong du Canada – ont obtenu un accès limité au marché de détail en achetant les succursales et la majeure partie de l'actif de deux banques de l'Annexe A (respectivement la Banque Continentale du Canada et la Banque de Colombie-Britannique) qui avaient connu des problèmes financiers.

Tableau 2-3

Actif total au Canada des 10 plus grandes banques étrangères de l'Annexe B, décembre 1988

En millions de dollars

	Actif total
Banque Lloyds du Canada	5 124
Banque Hongkong du Canada	4 714
Citibank Canada	4 296
Banque Barclays du Canada	2 290
Société de banque Suisse (Canada)	1 895
Banque Nationale de Paris (Canada)	1 698
Banque Nationale Westminster du Canada	1 614
Crédit Suisse Canada	1 433
Banque Morgan du Canada	1 428
Crédit Lyonnais Canada	1 078

SOURCE *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie I, le 25 février 1989.

Les institutions de dépôt, constituées en majorité par les banques, sont le plus gros employeur de l'industrie financière. L'emploi y a en outre enregistré une solide croissance de 4,7 % par an entre 1984 et 1988 (tableau 2-4). Ce taux correspond à celui de l'ensemble du secteur financier et est nettement supérieur au taux de 2,9 % qu'a connu l'économie en général pour la même période.

Les compagnies d'assurance constituent le deuxième « pilier » en importance du système. Elles investissent les capitaux qu'elles recueillent – en percevant des primes et en vendant des rentes – dans les prêts hypothécaires aux particuliers et aux entreprises, les actions et les obligations des administrations publiques et des sociétés. Plus de la moitié des 165 compagnies actives dans ce secteur au Canada, représentant 18 % de l'actif du secteur de l'assurance-vie en 1987, sont étrangères. Les compagnies d'assurance générale investissent, elles aussi, dans les obligations, les actions et les hypothèques le fruit de la vente de contrats d'assurance générale. Elles sont relativement moins importantes et beaucoup d'entre elles ont des liens avec des compagnies étrangères.

Établies à l'origine pour administrer des successions et des fiducies, et pour agir comme agents de transfert pour le compte de compagnies, les sociétés de fiducie ont vu leurs pouvoirs augmenter graduellement avec le temps, pour leur permettre d'accepter des dépôts et de consentir des prêts hypothécaires et commerciaux. Au cours des années 60, elles ont été parmi les plus importants créanciers hypothécaires et ont financé leurs activités surtout à l'aide de dépôts à terme. Dans les années 70, avec l'arrivée des banques sur le marché des hypothèques résidentielles après la révision de 1967 de la *Loi sur les banques*, et comme les sociétés de fiducie offraient toutes sortes de dépôts, ces deux groupes d'institutions sont entrés en concurrence directe au point de vue des services offerts et de leur façon de mobiliser des capitaux. Les sociétés de fiducie sont encore différentes des banques, car elles consentent moins de prêts personnels et commerciaux que ces dernières et sont les seules à pouvoir offrir des services de fiducie. Elles ont en outre moins de succursales que les banques – un peu moins de 1 500 en 1987 – et, sauf pour une ou deux d'entre elles, leurs activités à l'étranger sont très limitées.

Les banques, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance font principalement de l'intermédiation financière. Le volume de l'actif de ces institutions permet de mesurer l'étendue de l'intermédiation qu'elles assurent. Les maisons de courtage sont par ailleurs des intermédiaires du marché avant tout, car elles organisent l'achat direct, par les bailleurs de fonds, des instruments financiers émis par les emprunteurs. Il s'ensuit que le volume relativement

Tableau 2-4

Emploi dans le secteur des finances, de l'assurance et de l'immobilier, Canada, 1984-1988

	1984	1985	1986	1987	1988	Taux de croissance annuel moyen 1984-1988
			En milliers			En pourcentage
Banques et autres établissements de dépôts	220,9	239,0	247,1	255,0	265,5	4,7
Autres organismes de crédit	18,6	17,5	16,5	15,9	17,4	–1,5
Maisons de courtage	14,1	14,7	16,5	24,6	26,3	18,1
Sociétés de placement et de portefeuille	32,3	27,3	30,2	36,2	40,3	6,6
Compagnies d'assurance	91,4	90,1	95,2	94,5	94,9	1,0
Agents d'assurance et agents immobiliers	158,8	167,9	171,6	186,6	199,9	6,0
Total	536,1	556,6	577,2	612,8	644,4	4,7

SOURCE Statistique Canada, *Emploi, gains et durée du travail*, n° 72-002 au catalogue, divers numéros.

restreint de leur actif ne permet pas de bien mesurer l'importance de leurs activités d'intermédiation.

Les maisons de courtage jouent un rôle important dans l'économie canadienne. À titre de preneurs fermes, elles aident les sociétés à obtenir des capitaux frais – sous forme de titres de participation et de titres de créance – en vendant des actions et des obligations, et elles aident les administrations publiques à recueillir les fonds dont elles ont besoin en vendant des bons du Trésor. En tant que courtiers, elles agissent comme intermédiaires dans l'achat et la vente d'obligations et d'actions pour le compte de leurs clients sur les marchés intérieurs et étrangers. Comme négociants, elles achètent et vendent pour leur propre compte et maintiennent des marchés pour un certain nombre de valeurs mobilières. Ce faisant, elles contribuent au fonctionnement harmonieux des marchés secondaires, où sont vendues les émissions d'actions, d'obligations et d'autres instruments financiers en cours. Sans les liquidités fournies par les marchés secondaires, il serait à la fois plus difficile et plus coûteux pour les entreprises, les administrations publiques et les particuliers de trouver de l'argent frais. Les maisons de courtage les plus importantes ont des filiales et des bureaux de représentation dans plusieurs pays et sont actives sur l'euro-marché de Londres. C'est dans le secteur des valeurs mobilières qu'a été enregistré le plus fort taux d'augmentation annuel moyen de l'emploi entre 1984 et 1988 (18,1 %), malgré un certain nombre de licenciements, notamment à la suite du krach boursier de 1987. La persistance du marché haussier, la croissance des produits dérivés et la titrisation sont des phénomènes qui ont tous contribué à cette croissance rapide. Jusqu'au milieu de 1987, la plupart des maisons de courtage appartenaient à des intérêts canadiens, et surtout à des partenaires actifs dans le domaine. Les entreprises étrangères n'étaient actives que dans des secteurs limités du marché, par exemple dans ce qu'on a appelé le marché « exonéré » de l'Ontario, où s'échangent les obligations du gouvernement et d'importants blocs d'autres titres qui ont une valeur de 150 000 $ ou plus[5].

Souvent qualifiées de cinquième pilier, les caisses populaires et les coopératives de crédit locales – elles sont plus de 3 700 au Canada – offrent des services quasi bancaires à un grand nombre de collectivités. Elles réunissent des fonds en acceptant des dépôts et en émettant des parts sociales, et investissent ces fonds principalement dans les prêts personnels, les hypothèques et les prêts aux petites entreprises.

Les autres institutions

S'il est vrai que les cinq groupes d'institutions décrits ci-dessus représentent environ 80 % de l'actif de toutes les entreprises financières au Canada, d'autres institutions remplissent aussi des fonctions importantes, même si c'est sur un marché plus petit. Les fonds de pension, en expansion rapide depuis quelques années, investissent les cotisations des travailleurs et des employeurs dans des obligations, des hypothèques et des actions canadiennes. Par ailleurs, on a vu apparaître progressivement les fonds mutuels et les fonds de placement à capital fixe, qui permettent aux particuliers de mettre leurs ressources en commun et de les investir dans des instruments du marché monétaire, des obligations, des hypothèques et des titres de participation, intérieurs et étrangers. Les fonds mutuels connaissent une croissance rapide depuis quelques années, tandis que les

fonds de placement à capital fixe ont eu un succès plus mitigé.

Les sociétés de financement fournissent des capitaux destinés à l'achat d'articles coûteux et à financer les stocks des détaillants. Les petites sociétés de prêt offrent des prêts personnels, souvent aux particuliers qui ont une mauvaise cote de crédit, mais moyennant des taux d'intérêt élevés. Les sociétés de prêts hypothécaires, dont beaucoup appartiennent à des banques, fournissent des services de financement hypothécaire en émettant des dépôts à terme. Les sociétés de crédit-bail offrent aux entreprises des contrats de crédit-bail financier, et les sociétés d'affacturage achètent à rabais les créances de compagnies, qu'elles se chargent ensuite de percevoir. Les sociétés de capital-risque et les banques d'affaires fournissent aux entreprises des capitaux plus risqués sous forme de créances non garanties ou de capitaux propres. Les sociétés de financement, de crédit à la consommation et de crédit aux entreprises ont été le seul secteur de l'industrie des services financiers où l'emploi a reculé entre 1984 et 1988.

Par ailleurs, à la fin des années 70 et au début des années 80, on a assisté à l'émergence et à la croissance rapide des groupes financiers, alors que propriétaires et gestionnaires d'institutions financières cherchaient les moyens les plus efficaces de diversifier leurs opérations et d'offrir à leurs clients une gamme plus large de services financiers, souvent au même point de vente[6]. Ces groupes financiers ont réuni des compagnies d'assurance et des sociétés de fiducie, des fonds mutuels, des banques d'affaires. des maisons de courtage et, plus récemment, des banques. Le Trust Royal, la London Life et la compagnie d'assurance Wellington, par exemple, se sont associés par l'intermédiaire de Trilon, qui est elle-même une filiale de Brascan. Le Groupe La Laurentienne contrôle la Mutuelle Laurentienne, l'Impériale, la Banque Laurentienne et la compagnie La Laurentienne Générale. Avec un actif de plus de 30 milliards de dollars, le Mouvement des caisses populaires Desjardins est le plus important groupe financier du pays et comprend un grand nombre de caisses populaires à travers le Québec, la Fiducie Desjardins, l'Assurance-vie Desjardins, la Sauvegarde, l'Assurance générale Desjardins, le Crédit industriel Desjardins et la Société d'investissement Desjardins.

Le réseau financier international

Bien avant que les forces de la mondialisation rapprochent les systèmes financiers intérieurs, le Canada était déjà ouvert au reste du monde. Le Canada a toujours autorisé une circulation presque sans aucune entrave des capitaux, sauf en temps de guerre ou quand il s'agissait d'investissements liés à la propriété, en particulier dans certains secteurs clés. Ainsi, depuis de nombreuses années, les investissements étrangers susceptibles de mettre entre des mains étrangères le contrôle d'entreprises canadiennes ont fait l'objet d'un examen et, parfois, de certaines restrictions – d'abord par l'Agence d'examen de l'investissement étranger, puis, actuellement, par Investissement Canada. Les capitaux étrangers ont par ailleurs financé beaucoup d'importants projets nationaux, comme le chemin de fer du Canadien Pacifique, par exemple. Le Canada est un importateur net de capitaux depuis des années (tableau 2-5).

Certaines transactions internationales se résument à un simple virement de fonds et, peut-être, à un échange de devises. D'autres nécessitent un prêt, un emprunt, ou l'organisation d'une vente d'actions ou d'obligations à des intérêts étrangers ou canadiens. Dans d'autres encore, plus compliquées, une institution doit parfois organiser un financement complexe pour une entreprise canadienne. Les institutions financières – canadiennes ou étrangères – participent à toutes ces transactions, mais le tableau 2-5 n'en montre que partiellement l'importance. Les catégories de transactions illustrées représentent en effet des flux nets, c'est-à-dire le total des sorties moins le total des entrées de chaque catégorie. Or, les flux bruts sont tout aussi intéressants, sinon davantage. Par exemple, les transactions de portefeuille brutes englobent toutes les ventes de titres par des Canadiens à des étrangers (entrée de capitaux) et toutes les ventes de titres par des étrangers à des Canadiens (sortie de capitaux); et le total de ces entrées et sorties brutes est beaucoup plus élevé que les flux nets.

Ce ne sont cependant pas toutes les transactions financières qui ont un volet international. Une importante distinction s'impose en effet entre les services financiers qui sont actuellement négociables sur les marchés internationaux et ceux qui ne le sont pas. Les premiers, qui comprennent notamment les dépôts importants, les prêts aux grandes entreprises, les obligations et les actions, sont des instruments qui peuvent entraîner un échange international de capitaux. Ils constituent ce qu'on appelle communément le marché de gros, c'est-à-dire le marché des gros emprunteurs et investisseurs.

Le marché de détail, qui dessert les petits et moyens emprunteurs et déposants, fait actuellement partie du secteur des services qui ne sont pas négociables sur les marchés internationaux. Il est donc touché moins directement par la mondialisation que le secteur des services bancaires de gros. À l'heure actuelle, les hypothèques résidentielles sont elles aussi des produits financiers non négociables, ce qui devrait bien sûr changer avec le temps. En effet, une part de plus en plus importante du marché de détail s'internationalisera, particulièrement avec

Tableau 2-5

Compte de capital de la balance des paiements[1], Canada, 1960-1988

	1960-1964	1965-1969	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985	1986	1987	1988
					En millions de dollars				
Investissements directs									
Au Canada	+2 285	+3 326	+4 125	+1 785	–2 625	–2 801	+1 550	+4 750	+4 881
À l'étranger	–465	–850	–2 525	–7 120	–17 274	–4 800	–4 525	–6 300	–7 897
Transactions nettes de portefeuille	+1 939	+4 213	+4 902	+27 045	+36 935	+11 471	+22 329	+11 643	+12 713
Autres mouvements de capitaux	+835	–726	–1 584	+14 090	+5 512	+3 673	–5 529	+3 451	+2 041
Total	+4 594	+5 963	+4 918	+35 800	+22 548	+7 543	+13 825	+13 544	+11 738
					En pourcentage				
Mouvements nets de capitaux en proportion du PNB	2,1	1,7	0,9	3,2	1,2	1,6	2,7	2,5	2,0

1 Un signe positif (+) indique une entrée de capitaux et un signe négatif (–), une sortie de capitaux.

SOURCE Statistique Canada, *Estimations trimestrielles de la balance canadienne des paiements internationaux*, n° 67-001 au catalogue, divers numéros.

l'avènement des créances converties en valeurs mobilières (ou « titrisées ») et l'apparition des banques étrangères sur les marchés intérieurs. Il se pourrait en outre que les progrès de la technologie, notamment l'implantation de guichets automatiques qui donnent aux clients du secteur de détail accès à n'importe quelle institution financière raccordée au réseau, attirent encore plus d'activités de détail sur le marché international.

Si l'on examine l'ensemble des activités des banques canadiennes, on remarque qu'en 1987, 57 % de leur actif et 58 % de leur passif étaient négociables sur les marchés internationaux, une importante partie étant libellée en devises étrangères. Par exemple, si l'on ne tient compte que des activités en devises canadiennes, le marché de détail représentait en 1987 plus de 80 % des prêts consentis par les banques canadiennes et 75 % de leurs dépôts. Les institutions font face à une conjoncture différente sur les marchés selon qu'elles sont actives dans des secteurs de services financiers négociables ou non sur les marchés internationaux. Elles peuvent, par exemple, être aux prises avec une vive concurrence dans le secteur des services négociables, mais jouir d'un environnement plus protégé dans le secteur des services non négociables. De leur côté, les consommateurs de services financiers peuvent eux aussi bénéficier d'occasions différentes selon qu'ils ont ou non accès aux marchés des services négociables internationalement.

Les consommateurs de services financiers

Les particuliers, les entreprises et les administrations publiques s'adressent au secteur financier pour obtenir les capitaux dont ils ont besoin pour financer leurs achats de consommation ou de biens immobiliers et pour investir leurs capitaux excédentaires. En 1987, le total de l'actif financier des particuliers, des sociétés non financières et des administrations publiques au Canada atteignait environ 1,4 trillion de dollars et le total du passif financier s'élevait à 1,7 trillion. Les ménages possédaient 62 % du total de l'actif financier, les sociétés, 24 %, et les administrations publiques, environ 14 %. Par ailleurs, les ménages et les entreprises non constituées en sociétés assumaient la proportion la plus faible du passif (18 %), tandis que les sociétés devaient assumer plus de 55 % du total du passif (ce qui dépasse largement leur part de l'actif financier) et les administrations publiques, 27 %, soit un peu plus que leur part de l'actif[7].

Les ménages

Les ménages confient aux institutions financières la garde de leurs fonds et l'investissement de leurs excédents. En 1987, on dénombrait au Canada près de 32 millions de comptes d'épargne personnels, ce qui est nettement

supérieur au chiffre de la population canadienne. Ce sont les banques qui dominent le marché des dépôts personnels, loin devant les sociétés de fiducie, les sociétés de prêts hypothécaires et les coopératives de crédit et les caisses populaires locales (tableau 2-6). Toujours en 1987, 87 % des Canadiens adultes détenaient un ou plusieurs comptes d'épargne, alors que 32 % possédaient des parts sociales dans des coopératives financières et 60 % étaient titulaires de polices d'assurance-vie. En revanche, environ 18 % seulement des Canadiens adultes possédaient des actions de sociétés et à peine 9 % d'entre eux détenaient des obligations de sociétés ou d'administrations publiques (si l'on fait exception des obligations d'épargne du Canada).

Les ménages ont aussi besoin de financer leurs achats de biens de consommation, de maisons et d'éléments d'actif financiers. Sur les quelque 9 millions d'unités de logement qu'habitent les Canadiens, plus de 60 % sont occupées par leur propriétaire et, de cette proportion, près de la moitié sont hypothéquées. Les banques et les sociétés de fiducie sont les deux plus importants fournisseurs d'hypothèques, mais les coopératives de crédit et les caisses populaires, ainsi que les compagnies d'assurance-vie sont également assez actives sur ce marché (tableau 2-7). Les banques, enfin, dominent nettement le marché des prêts personnels (tableau 2-8).

Les entreprises

Les entreprises ont besoin de prêts commerciaux et d'autres sources de capitaux pour financer leurs activités quotidiennes et leurs investissements en installations et en

Tableau 2-6

Dépôts, selon la catégorie d'institutions, Canada, décembre 1988

	Montant	Répartition
	En millions de dollars	En pourcentage
Banques à charte[1]	239 705	61,6
Sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires[2]	97 356	25,0
Coopératives de crédit et caisses populaires locales	52 133	13,4
Total	389 194	100,0

1 Total des dépôts du public en dollars canadiens.
2 À l'exclusion des filiales de prêts hypothécaires des banques de l'Annexe A.

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*, avril 1989; et Statistique Canada, base de données CANSIM.

Tableau 2-7

Encours des prêts hypothécaires à l'habitation, selon la catégorie de prêteur[1], Canada, décembre 1988

	Montant	Répartition
	En millions de dollars	En pourcentage
Banques à charte	75 218	40,8
Sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires	57 340	31,1
Coopératives de crédit et caisses populaires locales	26 896	14,6
Compagnies d'assurance-vie	12 997	7,0
Caisses de retraite	7 888	4,3
Sociétés de financement des ventes et de prêts à la consommation	772	0,4
Autres institutions financières	3 279	1,8
Total	184 390	100,0

1 Exception faite des institutions financières publiques; données non ajustées.

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*, avril 1989; et Statistique Canada, base de données CANSIM.

Tableau 2-8

Encours des prêts à la consommation, selon la catégorie de prêteur, Canada, décembre 1988

	Montant	Répartition
	En millions de dollars	En pourcentage
Banques à charte (total des prêts aux particuliers)	56 040	65,8
Sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires	7 029	8,3
Coopératives de crédit et caisses populaires locales	10 209	12,0
Prêts sur polices d'assurance-vie	2 725	3,2
Sociétés de financement des ventes et de prêts à la consommation	6 216	7,3
Grands magasins	2 900	3,4
Total	85 119	100,0

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*, avril 1989; et Statistique Canada, base de données CANSIM.

Tableau 2-9

Encours des prêts aux entreprises, selon la catégorie de prêteur, Canada, décembre 1988

	Montant	Répartition
	En millions de dollars	En pourcentage
Banques à charte	72 802	84,4
Sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires[1]	4 538	5,2
Coopératives de crédit et caisses populaires locales	6 958	8,1
Sociétés de prêts hypothécaires associées aux banques à charte	1 975	2,3
Total	86 273	100,0

1 À l'exclusion des filiales de prêts hypothécaires des banques de l'Annexe A.

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*, avril 1989; et Statistique Canada, base de données CANSIM.

équipement. En 1987, le crédit commercial et les autres instruments de financement à court terme se chiffraient à environ 112 milliards de dollars, les obligations, à 60 milliards et les hypothèques commerciales, à 42 milliards. Les banques, qui avaient accordé près de 85 % des prêts en cours à la fin de 1988, sont les plus importants fournisseurs de prêts commerciaux (tableau 2-9). Les fonds autogénérés couvrent une partie importante des besoins de financement des entreprises, surtout en ce qui concerne leurs opérations quotidiennes, mais celles-ci doivent recourir aux émissions d'obligations et d'actions pour financer leur croissance (tableau 2-10). Les fonds autogénérés sont en général inférieurs de 3 à 15 points de pourcentage aux sorties de fonds nécessaires à l'acquisition d'éléments d'actif non financiers, même si l'écart a pu être négligeable une année donnée et, au contraire, atteindre jusqu'à 29 points de pourcentage une autre année. L'emprunt est la plus importante source de financement pour les petites et moyennes entreprises, tandis que le capital-actions prend de l'importance à mesure qu'augmente la taille de l'entreprise. Par ailleurs, les petites entreprises ont davantage recours à la dette à court terme que les grandes entreprises[8].

Les entreprises ont aussi des capitaux à investir. La gestion de l'encaisse ou de la trésorerie constitue un volet important des services offerts aux entreprises par les institutions financières. L'avènement du marché de l'acceptation bancaire, par exemple, est attribuable aux besoins des entreprises en matière de financement, mais aussi de placement à court terme.

Des institutions différentes pour des besoins différents

Pour répondre à leurs besoins d'investissement et de financement, les ménages et les entreprises peuvent recourir à toutes sortes d'instruments que leur offrent diverses institutions financières. Les marchés qui sont desservis par des institutions financières données – et définis selon les instruments et les utilisateurs des instruments en cause – sont déterminés par les stratégies de concurrence de ces institutions et par les ressources humaines, technologiques et financières de ces dernières, ainsi que par la réglementation en vigueur. Par exemple, les banques dominent le marché des prêts aux entreprises à cause de leur réseau de succursales et de leur expertise, mais aussi de la réglementation, qui empêche les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie d'être actives dans ce secteur (en dehors du Québec).

Les marchés de services financiers

La diversité, la qualité et le prix des services financiers obtenus par les clients des institutions financières dépendent notamment du degré de concurrence qui existe sur les marchés financiers. À défaut d'observation directe, le degré de concentration du marché est l'un des quelques indices permettant d'évaluer, bien imparfaitement, le degré de concurrence. Même dans un marché concentré, les entreprises peuvent avoir un comportement compétitif si elles sont exposées au risque continuel que de nouveaux concurrents fassent leur apparition sur le marché, autrement dit si les marchés peuvent leur être « disputés ». Dans le contexte actuel de la planétarisation rapide des marchés financiers, les institutions peuvent exercer leurs activités dans des marchés intérieurs très concentrés tout en étant continuellement menacées par la concurrence étrangère.

En tenant compte de ces éléments, l'analyse du degré de concentration de l'industrie canadienne des services financiers aboutit à des résultats intéressants. Ainsi, une étude antérieure du Conseil indiquait que le degré de concentration variait selon les marchés – il était relativement faible sur le marché hypothécaire et relativement fort sur le marché du crédit personnel et commercial – et qu'il avait baissé (sauf sur le marché hypothécaire) entre 1979 et 1984[9].

Une mise à jour récente de cette étude a révélé que la part de l'actif contrôlée par les quatre plus grandes institutions financières (qui sont toutes des banques de l'Annexe A) avait un peu diminué entre 1984 et 1987, mais que, globalement, le degré de concentration de l'industrie des services financiers n'avait pas beaucoup varié et qu'il demeurait plus fort que dans la plupart des autres domaines d'activité

Tableau 2-10

Provenance et utilisation des fonds, sociétés privées non financières, Canada, 1980-1987

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
				En pourcentage				
Provenance des fonds								
Autofinancement	48,1	33,6	46,9	72,9	66,4	72,8	60,3	59,9
Obligations	3,8	7,6	6,4	7,1	2,7	3,0	4,1	3,4
Actions	10,0	9,3	8,6	14,6	15,1	17,8	19,1	12,8
Autres[1]	38,1	49,5	38,1	5,4	15,8	6,4	16,5	23,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Utilisation des fonds								
Acquisition d'actifs non financiers	64,2	63,1	70,4	76,8	68,2	73,9	69,9	65,9
Acquisition d'actifs financiers	35,8	36,9	29,6	23,2	31,8	26,1	30,1	34,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
				En millions de dollars				
Total des fonds	55 701	71 175	44 194	41 821	58 217	60 828	68 268	82 784

1 Comptes à payer commerciaux, emprunts, autres effets à court terme, hypothèques et engagements envers des entreprises associées.

SOURCE D'après Statistique Canada, *Comptes des flux financiers*, n° 13-002 au catalogue, divers numéros; et *Comptes des flux financiers et du bilan national*, n° 13-214 au catalogue, 1987.

économique[10]. Par exemple, en 1987, les quatre institutions les plus importantes parmi les banques, les sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires, les compagnies d'assurance et les coopératives de crédit et caisses populaires contrôlaient 45 % de l'actif total de ce groupe d'institutions (tableau 2-11). Les chiffres correspondants pour les industries de l'alimentation, du bois, du papier et des produits assimilés, et du matériel de transport étaient 16,8, 25,2 et 43,1 %, respectivement.

Cependant, la vague de fusions et de prises de contrôle à laquelle on a assisté dans l'industrie des services financiers – et, en particulier, la croissance des groupes financiers – semble avoir eu des effets intéressants (bien que limités)

Tableau 2-11

Concentration des actifs parmi les principaux groupes d'institutions financières[1], Canada, 1979-1987

	Pourcentage détenu par les quatre plus importantes sociétés				Nombre de sociétés détenant 80 % des actifs			
	Actif total		Actif canadien		Actif total		Actif canadien	
	Sans SFA[2]	Avec SFA	Sans SFA	Avec SFA	Sans SFA	Avec SFA	Sans SFA	Avec SFA
1979	53,1	45,0	47,7	39,4	13	14	16	17
1984	50,4	41,0	42,2	35,7	16	15	21	19
1987	45,4	36,4	39,8	35,5	14	14	18	15

1 Compte tenu des liens de propriété complets et des groupes financiers.

2 Services de gestion de successions, de fiducie et d'agence.

SOURCE A. Mayrand, « La concentration dans le secteur financier canadien – une mise à jour, 1989 », document de travail préparé pour le Conseil économique du Canada.

dans la mesure où elle a fait augmenter le nombre de groupes de taille respectable. Par conséquent, la part de l'actif détenu par les quatre institutions les plus importantes a baissé après 1984, mais le nombre d'institutions dont l'actif représente 80 % du total était moins élevé en 1987 qu'en 1984. Cette évolution témoigne de l'importance croissante des groupes financiers, mais ne permet pas vraiment d'évaluer nettement les changements dans le degré de concentration.

Le tableau 2-11 illustre plusieurs méthodes utilisées pour mesurer la concentration de l'industrie. Dans certaines d'entre elles, on inclut, en plus de l'actif intérieur, les éléments d'actif étrangers, dans d'autres, non. Il en va de même pour les services de gestion de successions, de fiducie et d'agence (SFA) offerts par les sociétés de fiducie. Dans tous les cas, les tendances sont les mêmes, mais, selon la méthode choisie, ce ne sont pas les mêmes institutions que l'on retrouve aux quatre premiers rangs, et la part de l'actif total qu'elles possèdent varie. Ainsi, si l'on inclut les services SFA et l'actif étranger, un groupe financier comptant une société de fiducie occupait l'un des quatre premiers rangs en 1987. Si l'on ne tient compte que de l'actif canadien et que l'on exclut les services SFA, c'était encore, cette année-là, des banques de l'Annexe A qui étaient les quatre plus importantes institutions financières, mais leur part de l'actif canadien était plus faible que leur part de l'actif étranger et canadien combinés. Si les SFA sont inclus, par contre, on retrouve deux groupes financiers parmi les quatre plus grandes institutions.

Si la concentration de l'actif est révélatrice du pouvoir que détiennent les institutions financières en raison de leur taille, le degré de concentration du marché nous renseigne davantage sur leur capacité de contrôler les prix, sur la quantité de services qu'elles offrent et sur leurs caractéristiques.

En 1987, la concentration est demeurée moins forte sur le marché hypothécaire que sur les autres marchés financiers (tableau 2-12). Les quatre institutions les plus importantes – deux banques canadiennes et deux groupes financiers – détenaient un peu moins de 35 % des hypothèques en cours. Toutefois, les deux indices de concentration – la part des quatre institutions les plus importantes et le nombre d'institutions détenant 80 % du marché – montrent, entre 1984 et 1987, une augmentation du degré de concentration, à laquelle ont contribué la croissance des groupes financiers de même que la fusion de deux sociétés de fiducie qui étaient très actives sur ce marché.

Entre 1984 et 1987, les quatre plus importantes institutions ont vu continuer de diminuer leur part des dépôts de Canadiens et des prêts commerciaux et personnels consentis à des Canadiens, même si ces marchés sont demeurés très concentrés. En 1987, elles se partageaient un peu moins de 60 % des marchés du crédit personnel et commercial; sept institutions contrôlaient 80 % de ces marchés. Le nombre d'institutions détenant 80 % du marché des dépôts au Canada et des prêts personnels et commerciaux accordés au Canada n'avait pratiquement pas varié depuis 1984, mais il était néanmoins plus élevé qu'en 1979. Par contre, la baisse du degré de concentration a été plus marquée entre 1979 et 1984 qu'au cours des dernières années.

Il est intéressant de remarquer, dans l'évolution du degré de concentration sur les trois marchés examinés durant la période 1979-1987, que la concentration a quelque peu diminué sur les marchés les plus concentrés tandis qu'elle a eu tendance à augmenter sur les marchés les moins concentrés. Cela peut être attribuable, en partie, à la croissance des groupes et à un certain nombre de fusions, qui ont fait augmenter le nombre d'institutions de taille appréciable. Ces institutions, en effet, ont pu s'approprier une part croissante des marchés, très concentrés, des prêts et des dépôts. Par

Tableau 2-12

Concentration sur certains marchés parmi les principaux groupes d'institutions financières[1], Canada, 1979-1987

	Pourcentage des activités représenté par les quatre plus importantes sociétés			Nombre de sociétés composant 80 % du marché		
	Prêts hypothécaires	Dépôts au Canada	Prêts personnels et commerciaux au Canada	Prêts hypothécaires	Dépôts au Canada	Prêts personnels et commerciaux au Canada
1979	29,9	53,8	70,0	23	9	5
1984	32,6	47,7	62,7	20	12	7
1987	34,9	45,3	59,4	16	11	7

1 Compte tenu des liens de propriété complets et des groupes financiers.
Source Mayrand, « La concentration dans le secteur financier ».

ailleurs, les institutions qui se sont intégrées à des groupes étaient très actives sur le marché hypothécaire, qui était moins concentré. Les fusions et les regroupements ont donc réduit le nombre d'institutions contrôlant une partie importante de ce marché.

Dans *L'encadrement du système financier*, nous avons fait remarquer que la diminution de la concentration des marchés entre 1979 et 1984 pourrait s'avérer de courte durée si le développement de groupes financiers devait s'accélérer par le biais de fusions et de prises de contrôle. Notre dernière étude des données confirme que la croissance des groupes financiers est demeurée plus rapide que celle des banques.

Si le phénomène des fusions et des prises de contrôle durait, il serait possible que les tendances récentes en matière de concentration se renversent. Il faudrait toutefois évaluer un tel renversement dans le contexte de la planétarisation croissante des activités financières, en particulier dans le marché de gros.

Bon nombre des fusions et des prises de contrôle qui ont une incidence sur le degré de concentration du marché ont été à tout le moins facilitées, si ce n'est déclenchées, par les modifications apportées récemment à la réglementation intérieure.

La réglementation

La réglementation joue un rôle important dans l'économie et a pour but principal d'améliorer l'efficacité privée et publique du secteur financier.

Les trois principales conditions qu'un marché financier dynamique doit réunir pour être efficace sur le plan social – concurrence, confiance et accessibilité – sont en interaction les unes avec les autres, et chacune a un impact distinct sur la réalisation de cet objectif. Par exemple, la concurrence, pour saine qu'elle soit, peut causer des difficultés financières à un certain nombre d'institutions en réduisant leur capital de base ou même en les acculant à la faillite. La réduction du nombre d'intervenants du marché qui en résulte pourrait en retour limiter la concurrence. Par ailleurs, les difficultés financières d'une institution en particulier pourraient avoir des retombées et ébranler la confiance du public envers le fonctionnement du système dans son ensemble. S'il est vrai que la faillite d'une banque peut, du point de vue privé, être une preuve du bon fonctionnement des marchés (qui élimine les perdants), elle pourrait par contre mettre également en danger non seulement le bien-être des déposants et des actionnaires de la banque en cause, mais aussi toute une économie locale. Le fonctionnement des marchés financiers ne comporte aucune caractéristique inhérente qui permettrait de maintenir l'équilibre entre la concurrence, la confiance et l'accessibilité en laissant libre cours aux diverses forces du marché. Certains contrôles s'imposent, et c'est là qu'intervient la réglementation. Celle-ci devrait être considérée comme un moyen d'atteindre les objectifs des politiques publiques que constituent la concurrence, la confiance et l'accessibilité et ainsi assurer la plus grande efficacité possible du système financier.

Un système en évolution

À cause de la répartition des pouvoirs enchâssée dans la constitution canadienne, les deux niveaux de gouvernement se partagent la réglementation des institutions financières. Les banques à charte relèvent ainsi de la compétence exclusive du gouvernement fédéral, tandis que le commerce des valeurs mobilières est réglementé par les provinces. Les deux paliers de gouvernement se partagent par ailleurs la réglementation des compagnies d'assurance-vie, d'assurance générale et de fiducie, des fonds de pension, des coopératives de crédit et des caisses populaires[11], selon le mode de constitution choisi par chaque institution.

Vers une diversification — Le Canada a toujours suivi la méthode de la « réglementation de l'institution » (ou du « pilier »), c'est-à-dire de la réglementation de l'institution dans son ensemble, quel que soit son rôle financier. Au cours des années 50 et 60, la plupart des grandes institutions s'en sont tenues à une seule fonction, de sorte que la réglementation de l'institution est devenue, peut-être autant par hasard qu'à dessein, une réglementation de la fonction. La situation a toutefois commencé à changer à la fin des années 70 et au début des années 80. Les institutions ont diversifié leurs opérations, mais les divers types d'institutions financières – banques, sociétés de fiducie, compagnies d'assurance et maisons de courtage – demeuraient quand même réglementées par des autorités distinctes, et la loi en limitait l'interpropriété.

La recherche de la diversification a été stimulée par les efforts des institutions financières en vue de soutenir la concurrence sur les marchés intérieurs et internationaux, de répondre aux besoins de leurs clients et d'utiliser plus efficacement leur capital de base. Les sociétés de fiducie s'étaient déjà diversifiées dans le secteur bancaire et voulaient élargir leurs pouvoirs de prêt tant au secteur de la consommation qu'à celui des marchés d'affaires afin de mieux équilibrer leur passif et leur actif. Les banques cherchaient à pénétrer le secteur des valeurs mobilières afin d'offrir à leurs clients canadiens la même gamme de

services que ceux qu'elles pouvaient fournir à l'étranger, et d'éviter de perdre de la clientèle. Avant juin 1987, les banques ne pouvaient agir comme preneurs fermes des titres de sociétés au Canada, tandis qu'elles pouvaient le faire sur les marchés internationaux. Avec l'augmentation de la titrisation, beaucoup d'entreprises qui finançaient auparavant leurs opérations à l'aide de prêts bancaires ont commencé à émettre directement des titres. Par conséquent, si on interdisait aux banques d'agir comme preneurs fermes au Canada, on leur fermait ces créneaux, alors qu'elles étaient également menacées dans leur marché traditionnel par les compagnies d'assurance-vie, qui offraient déjà des instruments de remplacement très semblables aux dépôts. Tous ces changements militaient en faveur d'une refonte de la réglementation, qui, dans le cas de certains groupes d'institutions financières – notamment les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie –, était la même depuis plus d'un demi-siècle.

Une nouvelle orientation — Le Canada est en train de modifier en profondeur la réglementation des activités financières[12]. Le gouvernement fédéral, qui travaille depuis le début des années 80 à une refonte majeure de la réglementation du secteur financier, a dévoilé son programme à cet égard en décembre 1986[13]. Une partie des modifications proposées – celles qui portaient principalement sur la supervision des institutions financières – ont déjà fait l'objet de mesures législatives. Les efforts concertés du gouvernement fédéral et des provinces ont débouché sur l'ouverture de l'industrie des valeurs mobilières. Les changements plus fondamentaux qui ont trait aux pouvoirs et à la propriété en sont par contre encore à l'état d'ébauche. L'Ontario et le Québec ont aussi modernisé leur réglementation financière en légiférant sur les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance. Ces provinces ont en général élargi les pouvoirs des institutions en matière d'investissement, imposé à ces dernières des règles de prudence et accru les pouvoirs des organismes de réglementation.

On voit ainsi prendre forme un nouveau système qui est une modification du système des « piliers », fondé sur les principes de la propriété et de la réglementation distinctes des institutions financières. Il est en fait fort probable que les nouvelles mesures législatives, en vigueur ou en préparation, continuent de limiter les quatre grandes catégories d'institutions financières à un grand secteur, afin de faciliter le contrôle de chacune d'elles par un organisme spécialisé, et de protéger les institutions contre les difficultés que pourraient connaître des compagnies apparentées.

Mais on n'a ainsi supprimé qu'une seule des deux principales caractéristiques du système des piliers, à savoir la séparation de la propriété. Les banques, ainsi que les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance constituées en vertu des lois fédérales peuvent dorénavant posséder des maisons de courtage et elles seront autorisées à posséder des institutions faisant partie de n'importe quelle autre catégorie que la leur, notamment des institutions constituées en vertu de lois provinciales. En outre, certaines sociétés de fiducie et compagnies d'assurance à charte provinciale peuvent désormais posséder d'autres institutions financières. Certaines banques ont pris une participation dans des maisons de courtage, tandis que d'autres ont annoncé leur intention d'établir des filiales de fiducie lorsque la loi le leur permettra.

Plusieurs projets de modification de la législation en vigueur prévoient aussi l'élargissement des pouvoirs des institutions financières – en relevant, par exemple, les limites imposées aux sociétés de fiducie et aux compagnies d'assurance-vie en matière de prêts personnels et commerciaux –, ce qui brouillera encore davantage les distinctions entre les catégories d'institutions financières.

Les règles relatives à la propriété évoluent elles aussi. Le projet fédéral de 1986 permettrait aux institutions sans liens avec des intérêts commerciaux et dont le capital-actions est inférieur à 750 millions de dollars d'être des institutions à capital fermé, tandis qu'au-delà de 750 millions, au moins 35 % du capital des institutions devrait être dispersé. Toutefois, les banques de l'Annexe A existantes dont le capital-actions dépasse 750 millions de dollars demeureraient assujetties à la règle des 10 %. Les petites institutions bancaires pourraient être à capital fermé, tandis que les grandes n'auraient à se conformer qu'à la règle des 35 %. Le critère de la propriété s'appliquerait au niveau le plus élevé, c'est-à-dire celui de la société mère dans le cas des filiales directes, ou celui du groupe financier. Alors qu'aucune restriction n'était imposée jusqu'à maintenant à la propriété des grandes sociétés de fiducie et compagnies d'assurance, la législation proposée soumettrait à la règle des 35 % les sociétés dont le capital-actions est supérieur à 750 millions de dollars. Un certain nombre de ces sociétés seraient ainsi obligées de céder, avec le temps, une partie de leur actif.

La propriété commerciale des entreprises de services financiers continuerait d'être limitée. Des intérêts commerciaux ne pourraient acquérir une participation de plus de 10 % dans des institutions existantes dont le capital-actions dépasse 50 millions de dollars, ni accroître une participation qui a déjà atteint ou dépassé cette limite. Aucune restriction n'est prévue pour les sociétés dont le capital-actions est inférieur à 50 millions de dollars, mais, une fois ce seuil atteint, la règle des 35 % s'appliquerait à la société qui se porte acquéreur. Les sociétés dont le capital-actions dépasse

déjà 50 millions de dollars devraient graduellement se conformer à la règle des 35 %. Dans le projet fédéral, c'est la question des liens en amont entre institutions financières et sociétés non financières qui a soulevé le plus de discussions. Au moment d'écrire ces lignes, le gouvernement fédéral étudie le projet de modification de la loi relative à la propriété. L'Ontario et le Québec ont adopté une attitude beaucoup plus souple à l'égard des liens entre institutions financières et sociétés commerciales. (Voir l'appendice B pour un exposé plus complet sur cette question.)

L'harmonisation et la coordination au Canada

La question de la propriété est un exemple éloquent du manque d'harmonisation de la réglementation financière à travers le Canada et de la diversité des attitudes adoptées à l'égard du contrôle des institutions financières et de l'évolution des activités financières. Cet état de choses est bien sûr attribuable à l'existence de niveaux de compétence différents et de niveaux de développement économique et financier différents à travers le pays.

Comme nous l'avons vu, diverses catégories d'institutions remplissent fréquemment des fonctions fondamentalement semblables, si ce n'est identiques, mais leurs activités sont soumises à des types différents de règlements et de contrôle. Par le biais de l'interpropriété ou de groupes financiers, les institutions peuvent s'engager dans plusieurs activités financières distinctes, chacune d'elles étant assujettie à un organisme de réglementation différent.

Il existe beaucoup de différences dans l'approche législative adoptée par chacun des 11 gouvernements qui réglementent à l'heure actuelle l'un ou l'autre des aspects de l'industrie financière au Canada. Au sein d'une même compétence, il peut y avoir des différences entre les lois, selon les catégories d'institutions qu'elles régissent. À titre d'exemple, rappelons que les normes relatives au capital minimum diffèrent selon qu'il s'agit de banques de l'Annexe A, de banques de l'Annexe B, de sociétés de fiducie constituées en vertu d'une charte fédérale, de sociétés de fiducie constituées selon la loi en vigueur au Québec, et ainsi de suite.

Les limites relatives à la propriété fondées sur la nature de l'institution varient également d'une compétence à l'autre, tout comme, d'ailleurs, les règles portant sur la propriété d'une institution financière par une autre. Ainsi, selon la loi du Québec (et les propositions fédérales), la diversification interpiliers est permise par le contrôle en aval d'institutions financières; la loi ontarienne, par contre, limite le type de filiales que peut posséder une société de fiducie.

Les banques à charte, les sociétés de fiducie et les coopératives de crédit et caisses populaires, qui sont pourtant toutes des institutions de dépôt, ne jouissent pas des mêmes pouvoirs d'investissement. À l'heure actuelle, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie à charte fédérale ne peuvent investir que dans des actions ou des obligations de sociétés qui répondent à certains critères de qualité au moment de l'achat. Les modifications proposées à la loi fédérale introduiraient la notion d'« investisseur prudent », en vertu de laquelle les critères de qualité seraient remplacés par l'obligation de « gérer de façon prudente » l'ensemble du portefeuille. La loi québécoise régissant les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance suit déjà la règle de l'« investisseur prudent », et la Colombie-Britannique étudie la possibilité de l'adopter également. La loi ontarienne qui régit les sociétés de fiducie comporte une règle analogue, mais assortie d'une liste des investissements admissibles.

Les transactions intéressées font également l'objet d'un traitement différent selon les compétences. En Ontario, elles sont carrément interdites, tandis qu'au Québec, certaines seulement sont prohibées. La Colombie-Britannique entend être plus souple en autorisant toutes ces transactions privilégiées sous réserve qu'elles respectent la bonne pratique des affaires et qu'elles soient effectuées au prix du marché.

Devant tant de différences juridiques en ce qui concerne la propriété, les pouvoirs de placement, les normes relatives au capital et le traitement des transactions privilégiées, les institutions financières qui désirent opérer dans plus d'une province doivent s'adapter à des lois différentes, souvent à grands frais.

Quand elles mettent en place l'encadrement des activités financières, les provinces – c'est compréhensible – cherchent à accroître les possibilités d'emploi et d'investissement sur leur propre territoire en appuyant la croissance des institutions financières locales. C'est ainsi que les groupes La Laurentienne et Desjardins ont été les principaux bénéficiaires des modifications apportées aux lois du Québec. L'appui accordé par le Québec aux activités provinciales explique d'ailleurs le désaccord qui existe entre cette province et le gouvernement fédéral au sujet des liens entre sociétés commerciales et institutions financières; il explique aussi l'opposition que le Québec a manifestée, dès le début, à la mise en œuvre de l'accord de 1987 conclu entre l'Ontario et le gouvernement fédéral sur la réglementation du secteur des valeurs mobilières. Enfin, quelques provinces de l'Ouest ont accordé à leurs propres institutions provin-

ciales une grande liberté afin de favoriser leur participation au financement de l'activité économique locale.

S'il est vrai qu'il est coûteux, ce cadre fragmenté n'en a pas moins contribué à la modernisation de la réglementation financière au pays. Dans de nombreux domaines, la province de Québec a pris la tête de cette évolution, particulièrement en ce qui concerne la modification du système de piliers pour permettre une plus grande diversification des activités des institutions financières.

Mais le monde financier s'étant radicalement transformé ces dernières années, la rivalité en matière de réglementation comporte des coûts et des risques encore plus grands qu'auparavant. Les entreprises canadiennes qui doivent supporter des coûts additionnels pour se conformer à des exigences réglementaires sensiblement différentes d'une région à l'autre du pays s'en trouvent financièrement pénalisées, sans compter que ces exigences risquent aussi de dissuader des institutions étrangères de s'établir au Canada. Mais, peut-être plus important encore, compte tenu de la rapide progression de l'internationalisation et de l'innovation, il se pourrait bien que les risques d'insolvabilité que comportent une réglementation et une supervision fragmentées soient plus grands qu'il y a quelques années à peine.

Les différences juridiques que nous venons d'illustrer ne seraient pas aussi préoccupantes si les diverses instances de réglementation collaboraient davantage. Cette collaboration devrait être axée sur une certaine rationalisation des exigences administratives relatives aux activités financières et à la solvabilité, mais également – et c'est tout aussi important – sur un échange d'information plus efficace et plus suivi.

La nature et le degré de coopération entre les autorités compétentes varient beaucoup. À l'exception d'une ou deux provinces, il semble y avoir un échange constant d'information entre les commissions provinciales de valeurs mobilières, et des efforts sont déployés pour harmoniser les exigences en matière d'inscription et de prospectus, ainsi que les règles de fonctionnement. À cet égard, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières – un organisme d'autoréglementation – joue un rôle d'unification à l'échelle du pays.

Les surintendants provinciaux des compagnies d'assurance se rencontrent à intervalles réguliers et, depuis quelques années, leur homologue fédéral se joint à eux. Mais ils concentrent leur attention sur des questions de surveillance et ne se préoccupent guère de l'harmonisation des règlements.

La coopération n'est pas aussi développée en ce qui touche la surveillance et la réglementation des sociétés de fiducie et des coopératives financières (coopératives de crédit et caisses populaires). La disposition relative au « traitement des pairs » de la loi de l'Ontario sur les sociétés de fiducie – qui prévoit que les établissements exerçant leurs activités en Ontario mais détenant une charte d'une autre province doivent se plier à certains règlements ontariens sur l'ensemble du territoire canadien – a irrité les autres provinces et pourrait bien avoir nui à la coopération dans certains cas.

La Société d'assurance-dépôts du Canada – l'organisme fédéral qui assure les dépôts des institutions à charte fédérale et des institutions à charte provinciale qui en sont membres – pourrait favoriser une certaine unification en tentant d'élaborer des normes uniformes (par exemple, pour le niveau de capital et les ratios de solvabilité et de liquidité) pour les institutions de dépôt membres. Mais cela n'a pas encore été fait. En outre, pour procéder à l'examen des institutions assurées, la Société fait souvent appel à d'autres organismes de réglementation, ce qui fait que les inspections varient souvent d'une compétence à l'autre.

De façon plus générale, l'expérience récente montre que certains organismes hésitent à communiquer des renseignements, surtout sur des institutions qui connaissent des difficultés financières. Cette politique est dictée, d'une part, par ce qui est considéré comme une obligation juridique envers l'institution qui fournit les données financières sur ses activités et, d'autre part, par des craintes que l'information ne provoque une réaction exagérée. Comme nous l'avons vu, toutefois, une circulation inadéquate de l'information peut coûter très cher.

D'un pays à l'autre – Encore des différences

Avec la planétarisation croissante des activités financières, les différences entre les systèmes de réglementation en vigueur dans divers pays prennent de plus en plus d'importance. Pour modifier son propre système, le Canada disposera d'une marge de manœuvre très étroite et il devra mettre en œuvre des changements qui amélioreront l'efficacité de son secteur financier intérieur sans trop s'écarter de ce qui se passe à l'étranger. Comme certaines institutions financières sont actives à la fois sur les marchés intérieurs et internationaux, si on les empêche de se livrer chez elles à des activités qui sont permises à leurs concurrents des autres pays chez eux, elles pourraient être désavantagées à l'étranger et peut-être même aussi au Canada, où elles doivent affronter des filiales canadiennes d'institutions financières étrangères.

D'autres pays modifient leur réglementation, ce qui entraîne une certaine convergence internationale, mais il subsiste encore des écarts importants. Certains pays, comme l'Allemagne de l'Ouest et la Suisse, ont par exemple un système bancaire universel dans lequel les institutions peuvent offrir n'importe quel type de services financiers. D'autres, comme le Japon et les États-Unis, ont un système de piliers. D'aucuns, comme l'Allemagne de l'Ouest et le Japon, ne limitent pas les liens entre sociétés commerciales et institutions financières, tandis que d'autres encore, comme les États-Unis, n'autorisent ces liens qu'en partie. L'Allemagne de l'Ouest, le Japon et la France continuent de restreindre l'apparition de produits novateurs, tandis que d'autres pays, comme les États-Unis, le Canada et, plus récemment, le Royaume-Uni, sont très souples à cet égard.

En raison des modifications apportées dans d'autres pays, la position relative du Canada évolue constamment. Celui-ci, qui était considéré comme très sévère en maintenant la séparation entre les fonctions, l'est moins aujourd'hui, surtout lorsqu'on le compare aux États-Unis, qui tardent à modifier leur réglementation du secteur bancaire et du commerce des valeurs mobilières. L'encadrement réglementaire au Canada évolue, dans une certaine mesure du moins, vers ce que l'on considère souvent comme la norme européenne, c'est-à-dire vers un système où les banques sont de plus en plus actives dans le commerce des valeurs mobilières. Contrairement à ce qui se passe dans beaucoup de pays européens, cependant, les banques canadiennes doivent séparer leurs activités bancaires de leurs activités sur le marché des valeurs mobilières en confiant ces dernières à une filiale. Aux États-Unis, la diversification croissante des institutions qui profitent d'une définition très étroite des activités bancaires (acceptation de dépôts et, simultanément, octroi de prêts commerciaux) permet de contourner la séparation imposée par la *Loi Glass-Steagall* de 1933. Certaines institutions qui ne font pas de prêts commerciaux offrent par exemple des services de dépôt ou de quasi-dépôt, comme les comptes de gestion de l'encaisse des maisons de courtage, qui ont été autorisés par la *Federal Reserve Board* et confirmés par les tribunaux. Plusieurs modifications à la *Loi Glass-Steagall* ont été déposées au Congrès, mais aucune n'a encore été adoptée. Dans le contexte actuel, il est possible que les banques commerciales puissent s'installer graduellement dans le secteur des valeurs mobilières à la suite, sinon de modifications à la législation, du moins de décisions ponctuelles prises par la *Federal Reserve Board*. Ainsi, dans une décision rendue en janvier 1989, cet organisme a autorisé cinq grands groupes bancaires américains à fournir des services limités de prise ferme et de courtage (immédiatement pour les obligations d'entreprises, et après un nouvel examen, prévu pour 1990, pour les actions de sociétés). La diversification doit se faire dans le cadre d'un groupe, afin de respecter le principe de la séparation des secteurs, et le domaine de l'assurance est encore interdit aux banques. En revanche, au Canada, les projets du gouvernement fédéral prévoient que les banques pourraient posséder des compagnies d'assurance.

Une politique d'ouverture

Beaucoup de pays ont recours à la réglementation des institutions financières pour limiter les transactions internationales et pour tenir les étrangers à l'écart. Le Canada, pour sa part, applique une politique d'ouverture en ce qui concerne les échanges internationaux de produits et de services financiers et n'a pas imposé de contrôle des changes ou des capitaux depuis la Seconde Guerre mondiale. Il a certes limité la venue d'institutions étrangères, mais de façon beaucoup moins stricte que beaucoup de pays européens et le Japon. Le Canada a fait une distinction entre l'établissement de filiales étrangères et l'acquisition d'institutions canadiennes existantes par des intérêts étrangers. Nous examinons ces questions plus en détail dans le chapitre 5.

Des restrictions limitent encore la gamme des investissements accessibles aux institutions exonérées d'impôt. Ainsi, par exemple, pour bénéficier pleinement de leur exonération fiscale, les fonds de pension ne peuvent investir plus de 10 % de leur actif dans des valeurs étrangères[14]. La raison invoquée pour imposer cette limite était d'offrir une source de capitaux à l'industrie canadienne. Pour reprendre une explication fréquemment avancée, étant donné que les caisses de retraite n'ont pas à payer d'impôt sur le revenu (sauf sur les gains provenant des investissements à l'étranger qui dépassent la limite de 10 %) et que soit les participants, soit le répondant du régime peuvent déduire les cotisations de leur revenu imposable (à l'intérieur de certaines limites), elles bénéficient d'un « avantage » et ne devraient donc pas se sentir trop lésées par la restriction sur leurs investissements à l'étranger.

Il n'est toutefois pas évident, d'un point de vue théorique, que les exonérations fiscales dont bénéficient les caisses de retraite représentent pour elles un « avantage ». Dans une école de pensée, on considère que les prestations de retraite versées par les fonds de pension comme des salaires différés qui vont être imposés (et c'est bel et bien le cas quand les retraités les touchent). En ce sens, les exonérations fiscales ne comportent aucun « avantage ». Et même si l'on rejette la théorie des « salaires différés », on peut juger que la valeur que revêtent les régimes de pension pour le bien public compense le manque à percevoir fiscal qu'entraînent les exonérations. En effet, étant donné que les régimes de pension leur assurent un certain niveau de

revenu à la retraite, les adhérents auront d'autant moins besoin des programmes publics de revenu de retraite ou d'autres programmes sociaux.

Les restrictions qui limitent leurs possibilités d'investissement à l'étranger sont coûteuses pour les régimes de retraite et, en bout de ligne, pour leurs adhérents et leurs répondants, dans la mesure où elles les empêchent de diversifier leurs portefeuilles à l'échelle internationale afin d'obtenir le plus haut rendement (pondéré selon les risques) possible.

Comme le Canada n'impose aucune restriction sur les opérations de ses institutions à l'étranger, les banques et les maisons de courtage canadiennes ont pu se livrer dans les autres pays à des activités qui leur étaient interdites sur les marchés intérieurs. C'est ainsi, par exemple, que les grandes banques canadiennes ont pu souscrire, à l'étranger, des valeurs d'administrations publiques, mais aussi de sociétés privées. En théorie, les banques ne pourraient se livrer à de telles activités que par l'intermédiaire de filiales, mais non de succursales, car celles-ci sont un prolongement de leur personnalité juridique et doivent se conformer à la réglementation canadienne. On ne sait cependant pas précisément si, en cas d'infraction à cette règle, les organismes canadiens de réglementation appliqueraient des lois canadiennes à des succursales à l'étranger.

Les États-Unis ont appliqué pendant des années une politique relativement libérale en ce qui concerne l'accueil d'institutions étrangères. Des banques, des maisons de courtage et des compagnies d'assurance étrangères ont été autorisées à opérer dans de nombreuses régions du pays. Jusqu'en 1978, en fait, au moment de l'entrée en vigueur de l'*International Banking Act*, les banques étrangères pouvaient être actives simultanément dans le secteur bancaire et dans celui des valeurs mobilières. Cependant, comme certains volets de la législation bancaire relevaient de la compétence des États, plusieurs d'entre eux ont interdit l'établissement d'institutions étrangères. Tout en reconnaissant les droits acquis de certaines des institutions étrangères déjà établies, l'*International Banking Act* de 1978 a en général obligé les filiales d'entreprises étrangères à se conformer à la *Loi Glass-Steagall*.

D'autres pays n'ont pas une attitude aussi libérale. L'Allemagne de l'Ouest, la France et le Japon imposent de nombreuses restrictions à l'établissement et aux opérations des institutions étrangères, et c'est seulement depuis quelque temps que ces pays acceptent que des intérêts non résidents soient actifs dans un plus grand nombre de secteurs.

La réglementation évolue non seulement au Canada, mais aussi dans beaucoup de pays industrialisés parce que les forces qui interviennent sur les marchés financiers sont, dans une large mesure, elles aussi en pleine évolution. L'innovation financière, et la planétarisation ont un impact direct sur la concurrence, la confiance, l'accessibilité aux services financiers, et les compromis à faire entre ces critères évoluent par conséquent eux aussi. Les trois prochains chapitres portent sur l'impact de cette transformation.

3 L'innovation sur les marchés financiers internationaux

Toute évolution crée de nouveaux débouchés pour les entreprises soucieuses de répondre aux besoins de leurs clients. C'est ce qui s'est produit dans les marchés financiers intérieurs et internationaux, où les institutions financières ont proposé des produits novateurs. Au cours des 15 dernières années, elles ont ainsi mis au point un grand nombre de nouveaux instruments financiers, dont beaucoup font désormais partie intégrante du monde financier, au point qu'ils ont paradoxalement perdu leurs attributs de « nouveauté ». Les swaps de taux d'intérêt et de devises, qui ouvrent aux emprunteurs de nouveaux marchés, sont maintenant des opérations courantes qui ont radicalement transformé les modalités des activités financières internationales. Les contrats à terme normalisés et les options, qui facilitent la gestion des risques – et même les titres hypothécaires, qui accroissent la liquidité sur le marché secondaire et dont la popularité remonte à quelques années seulement – sont maintenant des instruments familiers sur le marché financier. Mais le processus d'innovation ne s'arrête pas là, et à mesure que les intervenants du marché s'habituent rapidement aux instruments novateurs déjà sur le marché, d'autres instruments apparaissent, tandis que ceux qui, pour diverses raisons, ont perdu leur attrait, tombent en désuétude.

Dans le présent chapitre, nous nous proposons de décrire les plus importantes catégories de pratiques et d'instruments financiers novateurs et d'analyser leur incidence. Il s'agit, inévitablement, d'un chapitre plutôt technique, car ces instruments et pratiques sont en général assez complexes. Il n'est pas nécessaire de le comprendre à fond pour lire les chapitres 4 à 6, ce qui fait que le lecteur pourra, s'il le veut, le sauter. À noter toutefois que certaines des recommandations formulées dans le chapitre 7 reposent sur de l'information contenue dans le présent chapitre.

Le concept d'innovation

Innover, c'est « introduire dans une chose établie quelque chose de nouveau, d'encore inconnu » (Le Grand Robert de la langue française). Cette définition, si générale soit-elle, renferme une dimension temporelle très importante de l'innovation. Schumpeter, un des principaux théoriciens du concept d'innovation en économie, a précisé la définition de ce terme qui, pour lui, désigne des changements dans l'offre de biens et de services, notamment par l'introduction d'un nouveau produit, par l'utilisation de nouvelles techniques de production de biens déjà sur le marché et par l'accès à de nouveaux marchés ou par la conquête de nouvelles sources d'approvisionnement[1].

Schumpeter fait aussi une distinction très nette entre l'innovation et l'invention, phénomène rare qui consiste à introduire un produit ou un procédé jusqu'alors inconnu. L'innovation est plutôt évolutive. Elle consiste souvent à adapter un produit ou un procédé existant, c'est-à-dire à l'utiliser d'une nouvelle manière. Le rouet, le téléphone et l'ordinateur sont des inventions, à cause de leurs effets révolutionnaires. Certains iraient jusqu'à qualifier d'inventions les swaps de taux d'intérêt et de devises, même si nous les considérons ici comme des innovations.

L'aspect évolutif de l'innovation ressort du *Cross Report*, publié en 1986 par la Banque des règlements internationaux[2], où l'innovation financière est définie comme le dégroupage et le réagencement des caractéristiques des instruments financiers, notamment le rendement à maturité, le prix, les risques de crédit, les échéances et ainsi de suite.

Selon Schumpeter, l'innovation s'opère en trois étapes : la mise au point proprement dite, l'adaptation par l'entreprise et la familiarisation ou la diffusion. La première étape est caractérisée par un élan de créativité dont le résultat ne se prêtera pas nécessairement à la mise en marché directe (par exemple, l'article avant-gardiste sur l'établissement du prix des options publié en 1973)[3]. La deuxième étape est celle du lancement réussi sur le marché, qui consisterait, suivant l'exemple qui précède, à utiliser le modèle d'établissement du prix des options pour élaborer une stratégie de couverture du portefeuille. La commercialisation est l'étape la plus active et la plus rentable du processus d'innovation. Durant la troisième étape – celle de la familiarisation –, l'innovation est reproduite par des imitateurs, ce qui entraîne l'érosion progressive des bénéfices de l'innovateur[4].

Dans l'histoire du secteur financier, les inventions ont été relativement rares. Rappelons, parmi les plus remarquables, la création de banques commerciales par les négociants et les orfèvres entre le XIII^{e} et le XV^{e} siècles, l'établissement de la première banque centrale, au XVII^{e} siècle, et l'introduction des contrats à terme normalisés sur marchandises au Japon au XVIII^{e} siècle et à Chicago au milieu du XIX^{e} siècle. La plupart des nouveaux instruments et des nouvelles méthodes qui ont récemment attiré l'attention des

décideurs, des agents économiques et des universitaires appartiennent à la catégorie des innovations.

La principale innovation financière de l'après-guerre a été la formation, durant les années 60, du marché des eurodollars, c'est-à-dire d'un marché de dépôts et de titres de créances en dollars US à l'extérieur des États-Unis. Viennent ensuite les créances hypothécaires titrisées au début des années 70, les contrats à terme normalisés sur devises en 1973 et les contrats à terme normalisés financiers, qui ont fait leur apparition en 1975 mais sont devenus courants entre 1979 et 1981 seulement. Au début des années 80 sont apparus les swaps (de devises et de taux d'intérêt, par exemple), les facilités d'émission d'effets et, par la suite, les contrats à terme sur taux d'intérêt, les options sur devises et taux d'intérêt négociables en bourse, les obligations de fonds d'hypothèques et les titres garantis par des prêts-automobiles et des soldes de cartes de crédit. Ce sont là les instruments que nous analysons dans le présent chapitre. Étant donné qu'ils ont été dans une large mesure mis au point aux États-Unis et dans d'autres pays, nous traiterons principalement ici d'événements survenus à l'étranger.

Plusieurs facteurs ont concouru à rendre les marchés financiers propices à l'innovation depuis le milieu des années 70. Ces facteurs sont liés à l'internationalisation croissante des marchés financiers, à la structure de la réglementation et de la fiscalité – en particulier aux États-Unis – et aux progrès de l'informatique et des télécommunications.

L'internationalisation des marchés financiers est attribuable dans une large mesure au fait qu'il fallait recycler aux États-Unis le surplus de capitaux accumulé en Allemagne de l'Ouest et au Japon. Cette nécessité, conjuguée à l'augmentation des besoins de financement des emprunteurs (dans les secteurs public et privé, et dans de nombreux pays), a stimulé l'élaboration de nouveaux instruments donnant accès aux nouveaux marchés. En outre, la volatilité des taux d'intérêt et, en particulier, des taux de change a engendré des risques pour les agents économiques de plus en plus nombreux qui ont recours à ces marchés, ce qui a, par ricochet, entraîné la création d'instruments censés offrir une certaine protection contre le risque.

En même temps que les emprunteurs et les prêteurs avaient accès aux marchés du monde entier et pouvaient faire affaire avec les institutions de plusieurs pays, et que les banques et les maisons de courtage prenaient de l'expansion à l'étranger, la concurrence s'est intensifiée. C'est là un autre facteur qui a poussé les institutions financières à mettre au point de nouveaux instruments, dans le but de mieux servir leurs clients.

En assouplissant les règles qui interdisaient l'utilisation de certains types d'instruments, plusieurs pays ont ouvert leur marché à divers produits novateurs, accélérant ainsi l'adaptation à l'innovation. Mais une réglementation restrictive peut elle aussi offrir des possibilités. L'innovation a souvent été une façon de réagir aux coûts que la réglementation et la fiscalité imposaient aux investisseurs et aux emprunteurs. Ainsi, par exemple, c'est parce que les titres de créances et les titres de participation faisaient l'objet de traitements fiscaux différents que l'on a conçu des instruments hybrides permettant de combiner le rendement plus sûr des créances et le traitement fiscal plus favorable des actions. Enfin, les progrès réalisés en informatique et en télécommunications ont permis de commercialiser de nombreux produits novateurs.

Les nouveaux instruments financiers ne sont pas apparus en même temps dans tous les pays. Ces 25 dernières années, les États-Unis ont été le foyer de l'innovation des produits et des procédés. Bon nombre des instruments financiers utilisés dans ce pays depuis déjà plus de deux décennies, comme les effets de commerce ou les certificats de dépôt, n'ont fait leur apparition au Japon et en Europe que ces dernières années. Pendant les années 50 et 60, il existait des divergences majeures entre les marchés financiers d'Amérique du Nord et ceux de la plupart des autres pays. Au Canada et aux États-Unis, les mouvements transfrontaliers de capitaux s'opéraient presque sans entrave puisque la réglementation du secteur visait principalement à protéger les consommateurs de produits financiers. Sauf dans des cas bien précis – comme les taux sur les dépôts à vue aux États-Unis –, les taux d'intérêt n'étaient réglementés dans aucun des deux pays. Au contraire, durant la même période, le Japon et la plupart des pays d'Europe avaient mis en place des mesures de contrôle étendues des mouvements de capitaux; les taux d'intérêt étaient aussi réglementés dans beaucoup de pays. La réglementation avait pour effet de restreindre l'éventail des instruments financiers pouvant être mis en marché.

Dans le contexte nord-américain, plus libre, de nouveaux instruments (par exemple, les acceptations bancaires) et de nouveaux marchés (notamment les « marchés monétaires ») ont été créés pour répondre aux besoins des emprunteurs et des prêteurs et pour répartir les capitaux de manière plus efficace entre les différents utilisateurs. Au début des années 70, des pressions croissantes se sont fait sentir en faveur de la libéralisation des marchés financiers dans de nombreux pays, dont le Japon et les pays d'Europe de l'Ouest. Ce mouvement a favorisé l'innovation des pratiques et des instruments financiers dans ces pays. Certains produits étaient comparables à ceux que l'on trouvait déjà sur les marchés d'Amérique du Nord, d'autres avaient été conçus pour tirer parti de la nouvelle technologie de traitement de l'information et des communications, et

d'autres encore étaient entièrement nouveaux et adaptés aux conditions nouvelles résultant de l'alternance de la déréglementation et de la « re-réglementation » des marchés des capitaux dans de nombreux pays.

Les nouveaux instruments et procédés peuvent être regroupés en trois grandes catégories :

- les instruments d'élargissement du marché, qui accroissent la liquidité et les capitaux disponibles en attirant de nouveaux investisseurs et offrant de nouvelles possibilités aux emprunteurs;

- les instruments de gestion des risques, qui servent à réorienter les risques financiers vers ceux qui les craignent le moins ou peuvent les atténuer et sont en principe plus en mesure de les assumer; et

- les instruments et les procédés d'arbitrage, qui permettent aux investisseurs et aux emprunteurs de tirer parti des écarts entre les coûts et les rendements sur différents marchés et qui reflètent les différentes perceptions du risque et les différences sur le plan de l'information, du régime fiscal et de la réglementation.

La plupart des instruments financiers permettent à la fois l'élargissement des marchés, la gestion des risques et l'arbitrage des marchés. Les trois catégories précédentes ont été établies en fonction du rôle principal de l'instrument. Ainsi, un instrument qui accroît la liquidité sur les marchés et facilite la gestion des risques, mais qui sert surtout à l'arbitrage entre les marchés, sera classé dans la troisième catégorie[5].

L'élargissement des marchés

Les instruments servant à élargir les marchés comprennent les **facilités d'émission d'effets** (FEE) et d'autres instruments à prise ferme, dont l'**euro-papier commercial** (EPC), et les **effets à taux variable** (ETV), qui offrent une solution de rechange aux prêts bancaires sur les marchés internationaux, ainsi que les **créances titrisées**, qui ont pour objet d'améliorer la liquidité des contrats financiers individualisés comme les prêts hypothécaires, les prêts-automobiles et les prêts commerciaux.

Les principaux instruments de l'euro-marché

Les facilités d'émission d'effets (FEE)

L'apparition des facilités d'émission d'effets – papier à court terme qui est garanti et souscrit par les banques – au début des années 80 était liée à l'affaiblissement des cotes de solvabilité des banques et à la capacité des sociétés multinationales et des gouvernements de transiger directement sur les marchés et d'y obtenir de meilleurs taux qu'auprès de leurs banques parce qu'ils jouissaient de meilleures cotes de crédit que ces dernières. Les FEE ont permis aux banques de conserver des relations d'affaires avec leurs clients, qui jugeaient que cela était également dans leur intérêt, au cas où une nouvelle détérioration des marchés les aurait obligés à s'adresser aux banques pour obtenir du crédit à court terme. En outre, avec les facilités d'émission d'effets, la société émettrice n'avait plus à s'inquiéter d'un éventuel échec de l'émission puisque cette dernière était garantie par le preneur ferme et que la société obtenait néanmoins les capitaux voulus. La protection contre un revirement des marchés était jugée particulièrement importante par les entreprises qui finançaient leur exploitation ou leurs investissements par des emprunts à court terme devant être renégociés à intervalles de six, neuf ou 12 mois.

La première facilité d'émission d'effets qui a été rendue publique a été négociée par le gouvernement de la Nouvelle-Zélande en 1981. À peine deux ans plus tard, la valeur totale de ces instruments était évaluée à 3,5 milliards de dollars US et devait atteindre, en 1985, un sommet de 34,4 milliards, avant de retomber à 25 milliards en 1986 et à 13,2 milliards en 1988.

L'affaiblissement de ce marché est attribuable à plusieurs facteurs, et notamment au fait que la prise ferme de facilités d'émission d'effets a été utilisée pour mesurer la suffisance de capital, d'abord par la Banque d'Angleterre et ensuite par les autorités du Japon, des États-Unis et de l'Allemagne de l'Ouest, entraînant une forte hausse du coût de ces instruments. En outre, parce qu'il était facile pour les émetteurs de FEE de vendre leurs effets, les emprunteurs de premier ordre en sont venus à croire que la prise ferme était inutile et rendait seulement les emprunts plus coûteux. Ces emprunteurs ont donc délaissé les FEE, et les banques ont réduit leurs activités dans ce domaine. Les FEE ont peu à peu été remplacées par des émissions sans prise ferme, notamment par l'euro-papier commercial.

L'euro-papier commercial

Modelé sur le papier commercial élaboré aux États-Unis, l'euro-papier commercial a une échéance de 7 à 365 jours et est émis en grosses coupures, habituellement de 100 000 $ au moins. Il ne fait pas l'objet d'une prise ferme par l'intermédiaire, ce dernier s'engageant seulement à faire son possible pour l'écouler.

La valeur des émissions d'euro-papier commercial a bondi de 12,6 milliards de dollars US en 1985 (soit 19 % de tous les emprunts à court et à moyen termes sur les marchés internationaux durant l'année) à 59 milliards en 1986 (61 %), pour fléchir quelque peu ensuite.

Les effets à taux variable

La volatilité croissante des taux d'intérêt et la hausse soutenue de ces derniers à la fin des années 70 et au début des années 80 ont été à l'origine de la demande accrue d'effets à taux variable, c'est-à-dire d'effets à long terme dont le taux d'intérêt est variable et révisé périodiquement en fonction d'un taux indépendant. Les émissions d'effets à taux variable se sont élevées à 19,5 milliards de dollars US en 1983 et à 58,7 milliards en 1985. À l'époque de l'utilisation la plus intense de ces instruments, les émissions d'effets à taux variable représentaient le tiers de toutes les obligations sur les marchés internationaux.

Le marché des effets à taux variable « perpétuels », c'est-à-dire sans date d'échéance définie, s'est effondré à la fin de 1986 faute d'acheteurs et d'intermédiaires financiers disposés à utiliser leur propre portefeuille pour maintenir un marché. Les répercussions se sont fait profondément sentir sur le marché des effets à taux variable ayant une échéance fixe – de cinq à sept ans –, si bien que les émissions de ce type d'instrument n'ont totalisé que 21,9 milliards de dollars en 1988 (le tiers du total enregistré en 1985).

Les euro-actions

Moins utilisées que les autres instruments d'élargissement du marché, les **euro-actions** (parfois appelées actions « internationales ») sont apparues dans leur forme moderne en 1983, lorsque Bell Canada a lancé une émission de 43 milliards de dollars US administrée par l'Union de Banques Suisses. Depuis, il y a eu plus de 100 émissions d'euro-actions.

Les risques

Lorsqu'une société émet des effets par l'intermédiaire d'un preneur ferme, ce dernier court le risque de ne pas vendre la totalité de l'émission au prix garanti à la société émettrice. Ce risque n'est pas différent de celui que prend une institution qui souscrit sur les marchés intérieurs des titres de sociétés ou d'État, par exemple.

L'institution qui détient les effets par suite d'une prise ferme ou d'un recours à une ligne de crédit de substitution s'expose à un **risque de crédit** parce que l'émetteur de ces effets peut ne pas respecter ses engagements; ce risque est comparable au risque de crédit que comportent les activités de prêt.

Enfin, la banque peut être exposée au **risque de financement**, puisqu'elle peut être appelée à fournir un soutien financier au moment où elle a elle-même de la difficulté à obtenir des capitaux sur les marchés. En fait, le risque de financement est d'autant plus grand que les entreprises ont de la difficulté à se procurer les fonds nécessaires.

Tous ces risques sont comparables à ceux que courent habituellement les prêteurs, les gestionnaires de portefeuille ou les preneurs fermes d'instruments plus classiques. Ainsi, les facilités d'émission d'effets, l'euro-papier commercial et les effets à taux variable n'ont pas donné naissance à de nouveaux risques, puisqu'ils jouent le même rôle que les moyens de financement existants, comme les obligations et les prêts. Ce qui a changé, c'est que les risques sont maintenant dissimulés.

Par exemple, certains des engagements contractés par les banques qui émettent de nouveaux instruments ne figurent pas clairement au bilan, ce qui rend le système financier moins transparent. Étant donné qu'une partie de ces nouveaux engagements n'entrent pas dans le passif en fonction duquel les banques doivent maintenir des réserves, les autorités ont plus de difficulté à réglementer le système pour en assurer la stabilité générale. Un accord sur les niveaux minimums de capitalisation récemment conclu par 12 pays sous l'égide de la Banque des règlements internationaux propose des solutions à quelques-uns de ces problèmes, par exemple en exigeant que les FEE soient intégrées au capital de l'institution.

Pour les preneurs fermes, les risques rattachés à l'émission d'actions sur les euro-marchés ne sont pas différents de ceux que comporte une émission sur le marché intérieur. Toutefois, les sociétés émettrices courent le risque que les actions émises à l'étranger se retrouvent sur le marché intérieur, ce qui entraînerait des pressions à la baisse sur leur cours et pourrait aller à l'encontre de l'un des objectifs d'une émission à l'étranger, qui est d'élargir les possibilités des investisseurs[6].

Néanmoins, parce que les risques posés par les nouveaux instruments sont comparables à ceux que présentent les obligations, les prêts et les actions émises sur le marché intérieur, ils sont surpassés par les avantages que comporte un élargissement des marchés. Et, de fait, la croissance rapide de la demande de nouveaux instruments répondait à un besoin chez les emprunteurs et les investisseurs. Ainsi,

en 1986, près de 40 % des capitaux mobilisés sur les marchés internationaux et étrangers l'ont été au moyen de ces instruments. À l'exception des effets à taux variable perpétuels, ces instruments n'ont causé aucune perturbation majeure sur les marchés ni aucune perte importante.

Les Canadiens et les nouveaux instruments

Les sociétés canadiennes sont très présentes sur les marchés internationaux, mais, jusqu'à présent, elles n'ont pas eu souvent recours à certains des instruments d'élargissement du marché que nous avons décrits. Cela peut tenir au fait que les sociétés canadiennes ne connaissent pas bien ces instruments, ou alors qu'elles estiment que les instruments classiques auxquels elles ont accès suffisent à répondre à leurs besoins de financement. En fait, il est évident qu'elles n'utilisent pas beaucoup certains des instruments récents si l'on considère qu'au milieu des années 80, les emprunteurs canadiens étaient à l'origine de 4 % de toutes les émissions primaires d'instruments à court et à moyen termes sur les marchés internationaux, mais de seulement 2,6 % des émissions d'euro-papier commercial. De même, en ce qui a trait aux emprunts à long terme, les Canadiens ont eu plus tendance que les autres emprunteurs à favoriser les formes plus classiques d'euro-obligations. Ainsi, par exemple, ils intervenaient pour 7 % des euro-obligations émises, tandis que leur part du marché des effets à taux variable (une nouvelle forme d'euro-obligation) s'élevait seulement à 4 %.

Plusieurs sociétés canadiennes ont émis des euro-actions. D'après l'enquête du Conseil sur les sociétés non financières, parmi celles qui ont émis des actions entre 1982 et 1987, 20 % l'ont fait sur des marchés étrangers aussi bien que sur des marchés nationaux. Soixante dix-huit pour cent des sociétés qui ont émis des euro-actions expliquent l'avoir fait surtout pour attirer des investisseurs et promouvoir leurs titres à l'étranger. Les entreprises ont également eu recours aux marchés étrangers pour d'autres raisons, notamment pour diversifier leur actionnariat (71 % des répondants), à cause de la facilité d'émission (43 %) et parce qu'elles possèdent une filiale étrangère (36 %).

Les créances titrisées

Cette autre forme de titrisation (voir la seconde acception du terme dans le glossaire, à la fin du présent rapport), avec les swaps (dont il sera question plus loin dans le présent chapitre), pourrait révolutionner le système financier canadien, mais elle n'est pas bien connue ni bien comprise. Voilà pourquoi nous décrivons et analysons en détail les créances titrisées dans le présent chapitre.

Ce type d'instrument a fait son apparition aux États-Unis en 1970, lorsque la *Government National Mortgage Association* a lancé les **rétrocessions hypothécaires**, en vue de créer un marché secondaire pour les prêts hypothécaires aux particuliers et d'aider les caisses d'épargne et de crédit à rester concurrentielles sur le marché hypothécaire, malgré les plafonds imposés aux taux d'intérêt en vertu de la réglementation de certaines formes de dépôts.

Les rétrocessions hypothécaires

Dans le passé, les banques commerciales et les caisses d'épargne et de crédit, qui sont les principales institutions aux États-Unis à consentir des prêts pour l'achat d'une maison, détenaient jusqu'à leur échéance les prêts hypothécaires qu'elles avaient consentis. Dans le cas d'une rétrocession hypothécaire, les prêts hypothécaires résidentiels sont regroupés en un fonds de créances sur lequel sont émis des certificats de participation qui sont vendus aux investisseurs. Les paiements d'intérêts et de capital que reçoit le fonds sont distribués aux investisseurs tous les mois. L'utilisation de ce type d'instrument est très répandue aux États-Unis (voir l'encadré).

Les rétrocessions hypothécaires sont d'importants instruments d'élargissement du marché. Premièrement, elles augmentent la liquidité globale du marché hypothécaire en créant un marché secondaire de certificats de participation, ce qui permet aux investisseurs de modifier le poids des hypothèques dans leur portefeuille en achetant ou en vendant ces certificats. Deuxièmement, aux États-Unis, elles ont permis aux caisses d'épargne et de crédit de diversifier leurs portefeuilles hypothécaires à l'échelle nationale. Le marché hypothécaire américain est un marché régional, où les caisses d'épargne et de crédit et les banques de prêt hypothécaire locales jouent un rôle important. En vendant leurs propres hypothèques et en achetant dans les fonds hypothécaires, les caisses d'épargne et de crédit ont pu diversifier leurs portefeuilles hypothécaires et étaient donc prêtes à détenir plus d'hypothèques. Enfin, en se défaisant de leurs hypothèques, certaines institutions ont pu, en fait, utiliser de façon plus efficace leur capital de base assez restreint. En raison de leur structure régionale et du fait qu'elles sont proches des propriétaires de maison, les caisses d'épargne et de crédit et les banques locales étaient mieux placées pour consentir des prêts hypothécaires, mais parce que l'argent leur coûtait relativement plus cher, il leur était plus difficile de détenir ces prêts dans leurs portefeuilles. À la suite des difficultés financières que ces institutions ont éprouvées, le coût des capitaux a augmenté pour elles de façon vertigineuse, faisant qu'il leur coûtait encore plus cher de détenir des hypothèques. Avec la

Les rétrocessions hypothécaires aux États-Unis

Actuellement, trois organismes gouvernementaux ou parrainés par le gouvernement sont les principaux émetteurs de rétrocessions hypothécaires aux États-Unis : la *Government National Mortgage Association*, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* et la *Federal National Mortgage Association*. À eux trois, ces émetteurs représentent plus de 98 % du montant total de plus de 700 milliards de dollars US en rétrocessions hypothécaires émises entre 1970 et 1986.

Tableau 3-1

Valeur des rétrocessions hypothécaires, selon l'émetteur, États-Unis, 1970-1986

En milliards de dollars US

	Valeur cumulative 1970-1981	1982	1983	1984	1985	1986	Valeur cumulative 1970-1986
Émetteur :							
Government National Mortgage Association	127,0	16,0	50,5	27,9	45,9	98,2	365,5
Federal Home Loan Mortgage Corporation	21,9	24,2	19,5	18,7	38,9	98,0	221,2
Federal National Mortgage Association	0,7	14,0	13,3	13,6	23,7	60,5	125,8
Classiques	1,6	0,2	1,5	0,2	2,0	5,6	11,1
Total	151,2	54,4	84,8	60,4	110,5	262,3	723,6

SOURCE Salomon Brothers, Inc., *Major Developments in Housing and Mortgage Finance in 1985*, New York, janvier 1986, et *Housing and Mortgage Market Review*, février 1987.

La *Government National Mortgage Association*, appuyée par la confiance et le crédit du gouvernement américain, garantit le paiement intégral et ponctuel des intérêts et du principal contenus dans un fonds d'hypothèques émises par la *Federal Housing Administration* ou garanties par la *Veterans' Administration*.

La *Federal Home Loan Mortgage Corporation* agit comme intermédiaire entre des caisses d'épargne et de crédit, à qui elle achète des hypothèques, et des investisseurs, à qui elle vend des certificats de participation. Elle garantit aussi le paiement des intérêts aux dates prévues et le remboursement intégral du principal.

À l'origine, la *Federal National Mortgage Association* investissait uniquement dans les marchés hypothécaires secondaires. Elle a lancé, vers la fin de 1981, son propre programme de rétrocessions hypothécaires, qui ressemble beaucoup à celui de la *Federal Home Loan Mortgage Association*.

titrisation, les caisses d'épargne et de crédit ont pu continuer à offrir des hypothèques, qui sont désormais détenues par d'autres investisseurs, institutions ou particuliers.

Les titres hypothécaires ont aussi contribué à améliorer l'efficacité géographique du système de financement du logement. Cette conclusion est corroborée par des études récentes qui montrent que les taux hypothécaires varient moins d'une région à l'autre[7]. En améliorant l'efficacité du système, les rétrocessions hypothécaires devraient théoriquement faire augmenter les fonds hypothécaires disponibles et faire baisser, dans un marché concurrentiel, les coûts d'emprunt. Et, en effet, on a constaté qu'il y a plus d'argent disponible aux États-Unis pour des hypothèques depuis l'apparition des titres hypothécaires, mais que les emprunteurs n'ont pas encore vu leurs coûts baisser, peut-être parce que les gains ont été conservés par les caisses d'épargne et de crédit, qui venaient de vivre des temps difficiles.

Les rétrocessions hypothécaires sont aussi un instrument de gestion des risques, puisque les risques associés aux taux d'intérêt sont reportés des institutions de prêt vers les détenteurs de certificats. Elles permettent notamment aux caisses

d'épargne et de crédit de rétablir, entre l'actif et le passif, l'équilibre rompu à la fin des années 70 et au début des années 80. Aux États-Unis, les prêts hypothécaires étaient habituellement des instruments à long terme assortis d'un taux d'intérêt fixe pour la durée de la créance; toutefois, les prêteurs finançaient souvent ces prêts par des capitaux à court terme provenant, par exemple, de leurs comptes d'épargne. Étant donné la stabilité des taux d'intérêt durant les années 60 et le début des années 70, cette façon de procéder ne leur causait pas de difficultés financières. Mais avec la flambée des taux d'intérêt, à la fin des années 70 et au début des années 80, les banques commerciales et, en particulier, les caisses d'épargne et de crédit se sont vues obligées de payer des intérêts très élevés sur leur passif, tandis qu'elles percevaient des intérêts faibles sur les prêts hypothécaires consentis plusieurs années auparavant. Les rétrocessions hypothécaires émises par deux organismes américains, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* et la *Government National Mortgage Association*, ont été créées pour aider les caisses d'épargne et de crédit à corriger le déséquilibre entre les taux d'intérêt. Cependant, la popularité croissante du prêt hypothécaire à taux variable, consenti à long terme et assorti d'un mécanisme de rajustement périodique du taux d'intérêt, a amoindri le rôle des rétrocessions hypothécaires en permettant aux institutions de faire assumer aux emprunteurs une partie du risque associé au taux d'intérêt. Aujourd'hui, les caisses d'épargne et de crédit sont toujours aux prises avec d'importants problèmes financiers et bon nombre d'entre elles ont fait faillite ou ont dû être renflouées ou vendues par le gouvernement. Néanmoins, si les titres hypothécaires n'avaient pas existé, le sort des caisses d'épargne et de crédit aurait probablement été encore moins enviable.

Pour les investisseurs, les rétrocessions hypothécaires sont des placements de grande qualité qui leur permettent de détenir des créances hypothécaires liquides. Cependant, aux risques de défaut de paiment s'ajoute celui d'un remboursement anticipé. Lorsque les taux d'intérêt fléchissent – condition propice à des remboursements anticipés –, les investisseurs subissent une perte d'intérêts parce que le montant du remboursement hâtif qui leur est immédiatement transmis peut seulement être réinvesti à un taux plus faible que celui du prêt hypothécaire initial. C'est pour cette raison que de nombreux investisseurs trouvent les rétrocessions hypothécaires moins intéressantes.

Les obligations de fonds d'hypothèques

Les obligations garanties par hypothèques et les **obligations de fonds d'hypothèques** ont été créées pour rendre plus sûres les rentrées de fonds produites par les titres hypothécaires.

Les obligations garanties par hypothèques ont été mises au point au milieu des années 70 par les caisses d'épargne et de crédit et les maisons de courtage pour permettre aux premières de se procurer des capitaux sans avoir à vendre les créances hypothécaires ayant un taux de rendement inférieur à celui du marché. Ces instruments permettaient de dissocier, d'une part le paiement des intérêts et du principal et, d'autre part, les rentrées de fonds produites par les créances hypothécaires regroupées.

L'obligation de fonds d'hypothèques – innovation plus importante – est apparue en juin 1983, lors d'une émission de la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*. Elle s'apparente à la rétrocession hypothécaire, dont elle est un sous-produit, et à l'obligation classique (voir l'encadré).

Seul un faible pourcentage des obligations de fonds d'hypothèques sont garanties par des prêts hypothécaires classiques; le reste est fondé sur des rétrocessions hypothécaires émises par les trois organismes fédéraux. Presque toutes les obligations de fonds d'hypothèques font l'objet d'un surnantissement, c'est-à-dire que les créances hypothécaires en garantie ont une valeur supérieure à celle de l'obligation. Ces obligations ont reçu la cote AAA, non pas tant à cause de la solvabilité de l'émetteur que de la qualité

Les obligations de fonds d'hypothèques

Les obligations de fonds d'hypothèques se divisent en quatre catégories de certificats d'obligation garantis par le même fonds d'hypothèques, mais assortis d'échéances différentes. Le flux de l'encaisse du fonds sert d'abord à payer les intérêts aux trois premières catégories (A, B et C), puis à rembourser le capital de la catégorie A jusqu'à ce que cette catégorie soit complètement retirée. La même procédure est utilisée pour retirer la catégorie B, puis la catégorie C. Pendant ce temps, la quatrième catégorie (Z) ne reçoit aucun paiement, même si les intérêts s'accumulent. Lorsque les obligations de toutes les catégories précédentes ont été remboursées, les flux de l'encaisse subséquents sont ensuite transmis aux détenteurs de certificats de la catégorie Z, pour rembourser d'abord les intérêts accumulés, et ensuite le capital. Les investisseurs qui désirent investir dans des instruments assortis d'un flux de paiements assuré achèteront des certificats d'obligation des catégories A, B et C; ceux qui sont prêts à s'exposer à une certaine incertitude dans le but d'obtenir peut-être un rendement plus élevé achèteront des certificats de la catégorie Z.

et de la quantité des garanties sous-jacentes, si bien que le risque de faillite est presque inexistant.

Les obligations de fonds d'hypothèques s'apparentent plutôt à l'émission de titres de créances qu'à la vente d'un actif, comme c'est le cas pour les rétrocessions hypothécaires. Les obligations sont pour l'émetteur un moyen d'obtenir des capitaux qui seront utilisés à des fins différentes. Toutefois, elles ne libèrent pas des capitaux pour l'institution émettrice. Puisque les cotes, les échéances et les autres caractéristiques de ces instruments sont comparables à celles des obligations ordinaires, ils sont pour l'investisseur une solution de rechange viable à l'utilisation des obligations de sociétés.

Les obligations de fonds d'hypothèques ont stimulé le marché des titres hypothécaires. En 1987, 30 % des prêts hypothécaires résidentiels en cours aux États-Unis étaient titrisés. Entre 1982 et 1987, le taux de titrisation – c'est-à-dire le rapport du nombre de nouveaux titres hypothécaires à l'ensemble des nouveaux titres – a fluctué entre 35 et 55 %. Bien que le marché de ces instruments, à l'origine, se soit développé à l'initiative du gouvernement, son expansion récente est largement attribuable au fonctionnement du marché, en conséquence de l'évolution de la réglementation, de la volatilité des taux d'intérêt et du besoin d'accroître la liquidité du marché.

Les autres types de créances titrisées

La titrisation de prêts-automobiles, de soldes de cartes de crédit et de prêts commerciaux a débuté dans les années 80. Les premiers titres garantis par des prêts-automobiles ont été émis en mars 1985. Ces instruments se comparent dans une certaine mesure aux rétrocessions hypothécaires et aux obligations de fonds d'hypothèques. Leur marché est encore limité par rapport à celui des titres hypothécaires, mais il offre un potentiel de croissance considérable, étant donné le volume des prêts-automobiles consentis aux États-Unis.

Les titres garantis par des soldes de cartes de crédit sont apparus sur le marché un an après les titres sur prêts-automobiles, auxquels ils ressemblent beaucoup. Il s'agit de titres à court terme d'une durée moyenne pondérée de 2,2 ans. Le volume réel des opérations sur ces titres est limité, mais il existe un certain potentiel de croissance compte tenu de l'important volume de comptes clients sur cartes de crédit.

Depuis 1985, des prêts aux petites entreprises garantis par la *Small Business Administration* (SBA) des États-Unis sont regroupés en fonds de titrisation, dont la valeur globale a augmenté de 84 à 637 millions de dollars US entre 1985 et 1987. À la fin de 1987, la moitié des prêts aux petites entreprises garantis par la SBA étaient titrisés. L'absence d'homogénéité ou de normalisation des prêts commerciaux est un des principaux obstacles à leur titrisation mais, puisque les prêts garantis par la SBA doivent se conformer à certaines exigences fixées par cet organisme, ils sont généralement plus homogènes que les autres prêts commerciaux.

La situation à l'extérieur des États-Unis

Les créances titrisées ne sont apparues que très récemment à l'extérieur des États-Unis. Certaines obligations garanties par des créances hypothécaires américaines (euro-obligations de fonds d'hypothèques) et par des prêts-automobiles (émission par GMAC d'euro-CARS – *Certificates of Automobile Receivables* – d'une valeur de 4 milliards de dollars US) ont été émises sur l'euro-marché en 1986-1987; toutefois, les euro-obligations garanties par un actif originaire d'un autre pays que les États-Unis demeurent peu nombreuses.

Les deux premières émissions, en livres sterling, d'effets à taux variable garantis par des créances hypothécaires ont eu lieu au printemps de 1987. Mais le marché de ce type d'instrument ne se développe que lentement, du fait que la diversification régionale est moins nécessaire au Royaume-Uni, puisque les institutions financières britanniques, contrairement à celles des États-Unis, peuvent poursuivre leurs activités à l'échelle nationale, et que le gouvernement du Royaume-Uni n'a pas joué de rôle majeur dans le développement de ces instruments. En dépit d'une cote AA, les obligations garanties par hypothèques ont procuré un rendement plus élevé que les effets à taux variable émis par les sociétés de construction, qui sont les principales institutions de prêts hypothécaires au Royaume-Uni.

En France, les autorités ont adopté cette année des dispositions législatives visant à permettre l'émission de créances titrisées. Bien que les dispositions s'appliquent à tous les genres d'actifs, il est prévu que la titrisation portera surtout sur les prêts hypothécaires consentis par les banques, du moins au début.

Au Canada

Au Canada, les marchés ont été relativement lents à adopter les créances titrisées, malgré le fait que la loi fédérale autorisant l'émission de titres hypothécaires a été adoptée en 1973. Le besoin de titres hypothécaires n'était pas aussi pressant ici qu'aux États-Unis. En premier lieu,

les prêteurs et les emprunteurs se sont adaptés à la hausse des taux d'intérêt et à leur volatilité grandissante en raccourcissant l'échéance des prêts hypothécaires. Deuxièmement, les prêts hypothécaires au Canada étaient assortis de modalités plus favorables de paiement anticipé, si bien qu'il était difficile de prévoir les paiements pour un fonds de créances hypothécaires – importante condition préalable à la création de tout fonds de titrisation. Troisièmement, le besoin de diversification régionale était moins grand au Canada, puisque le marché des prêts hypothécaires appartenait surtout aux grandes banques et aux sociétés de fiducie ayant un champ d'activité national. Quatrièmement, la concurrence a toujours existé sur le marché hypothécaire canadien. Parce que la fourchette des taux d'intérêt est plus restreinte au Canada qu'aux États-Unis, il n'y a jamais eu une marge suffisante pour couvrir les commissions des gestionnaires de titres hypothécaires. Enfin, les instances de réglementation canadiennes n'ont jamais défini avec précision les effets de la titrisation sur le calcul du niveau minimum de capital requis des grands groupes d'institutions financières.

Il reste que les créances titrisées se répandent maintenant au Canada parce qu'elles favorisent une utilisation efficace des ressources en assurant un roulement plus rapide des capitaux et en permettant aux institutions de se spécialiser dans des segments du marché où elles jouissent d'un avantage comparatif – celui de l'offre, du regroupement et de la vente de prêts, par exemple. Parce que les créances titrisées permettent à une institution de consentir des prêts sans avoir à les inscrire à son bilan, elles atténuent le besoin, surtout pour les petites institutions, de se procurer des fonds par des dépôts de gros parfois plus coûteux. Ces titres facilitent aussi le financement à l'échelle nationale et permettent de diversifier les portefeuilles. S'il est vrai que la mise en marché des créances titrisées a été accélérée aux États-Unis par les difficultés financières des banques et des caisses d'épargne et de crédit, le resserrement de la réglementation en matière de réserves obligatoires et le coût de financement perpétueront le besoin de cette forme de titrisation, même lorsque les institutions financières auront retrouvé leur cote de solvabilité initiale.

Le gouvernement du Québec émet, depuis le début des années 80, des débentures garanties par des prêts assurés en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (LNH) pour le logement social, mais c'est en novembre 1985 que *GMC Investors Corporation* (filiale de Counsel Trust) a lancé les premiers titres hypothécaires plus classiques, dont la ponctualité des paiements était garantie par Citibank Canada. Le marché des titres hypothécaires devait, cependant, stagner jusqu'à ce que la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) mette sur pied un programme d'envergure en janvier 1987. La première émission de titres hypothécaires en vertu du programme a été celle de la Banque de Commerce Canadienne Impériale (BCCI), à un taux annuel de 9,25 % sur cinq ans, par laquelle les acheteurs pouvaient participer à un fonds de prêts hypothécaires de la BCCI d'une valeur de 20 millions de dollars. En 1987, les émissions de titres hypothécaires d'origine privée ont atteint 453 millions de dollars, soit environ la même valeur que celle des rétrocessions hypothécaires émises durant la première année par la *Government National Mortgage Association* des États-Unis[8].

À l'automne de 1988, le montant des titres hypothécaires émis au Canada depuis l'entrée en vigueur du programme a dépassé un milliard de dollars. Les principales institutions émettrices sont les sociétés de fiducie, et 65 % des certificats sont détenus par des petits investisseurs. La valeur des fonds de titres varie entre 5 à 65 millions de dollars. La SCHL garantit la ponctualité des paiements des intérêts et du principal et tous les prêts hypothécaires sont assurés en vertu de la LNH. Les investisseurs bénéficient donc d'une double garantie.

En 1988, la titrisation a été appliquée aux créances hypothécaires du logement public. En décembre de la même année, des titres d'une valeur de 215 millions de dollars avaient été mis en marché.

La vente de prêts

Le recours croissant à la **vente de prêts**, ces dernières années, est une autre preuve que de nombreuses banques trouvent coûteux de détenir des créances et cherchent à se spécialiser dans les activités de prêts et les services connexes. En 1982, les ventes de prêts aux États-Unis ont totalisé 27 milliards de dollars US, ce qui correspond à environ 1,2 % de l'actif total des banques commerciales. En 1987, ces ventes avaient atteint 115 milliards de dollars (soit environ 4 % de l'actif total)[9].

Certaines banques canadiennes vendent aussi les prêts consentis à des entreprises jouissant d'une très bonne cote de crédit. Il arrive parfois que les prêts importants soient fractionnés en plus petits blocs et transmis à d'autres institutions, surtout aux banques étrangères de l'Annexe B, dont les rapports directs avec les sociétés canadiennes sont plutôt limités.

Les avantages de la titrisation

En permettant aux institutions financières de se spécialiser, les créances titrisées contribuent, du moins en théorie,

à accroître l'efficacité des services offerts (par l'établissement de prix plus exacts) et, en bout de ligne, la rentabilité, puisque chaque institution limite ses activités aux segments des marchés où elle bénéficie d'un avantage comparatif. Elles peuvent devenir un important mécanisme de financement du développement régional, parce qu'elles facilitent les investissements dans les activités locales sans enfreindre la règle de la diversification prudente.

Pour les utilisateurs de services financiers, la titrisation est un moyen d'accroître la liquidité des marchés, surtout dans les segments où les marchés secondaires sont peu développés, par exemple, ceux des prêts hypothécaires, personnels et commerciaux. Il y a lieu de croire que la création des titres hypothécaires aux États-Unis a facilité les emprunts hypothécaires dans ce pays. Depuis 1980, en effet, les écarts de taux d'intérêt ont diminué beaucoup plus aux États-Unis qu'au Canada. Et bien que ce phénomène soit partiellement attribuable à une plus grande participation au mouvement d'internationalisation aux États-Unis, il peut aussi s'expliquer par le fait que les Américains ont eu davantage recours à la titrisation. Au Canada, la création de titres hypothécaires a pour effet d'abaisser le coût du financement du logement public. Parce que la titrisation attire de nouveaux investisseurs et fournit aux institutions un mécanisme de diversification sectorielle et régionale de leurs actifs, elle peut aussi accroître les sources de financement des régions éloignées et des secteurs négligés par les investisseurs. En outre, les investisseurs bénéficient d'une plus grande liquidité des marchés et peuvent envisager un rendement global plus élevé.

Ses risques

Dans une large mesure, les créances titrisées atténuent les risques auxquels s'exposent les intervenants sur les marchés financiers. Premièrement, la titrisation est un moyen indirect de créer un marché secondaire pour les prêts hypothécaires, les prêts-automobiles et les prêts commerciaux. Elle permet aussi d'accroître la liquidité des prêts, d'atténuer la variation de leur prix et de réduire les risques qu'ils présentent. Deuxièmement, les créances titrisées accroissent la stabilité de l'ensemble du système financier dans la mesure où elles permettent à l'institution qui a consenti le prêt d'en faire un élément hors bilan et, partant, d'éviter un déséquilibre possible entre son actif et son passif. Évidemment, on suppose que ces titres sont détenus par des particuliers ou des institutions mieux en mesure d'assumer les risques que l'institution émettrice.

Par ailleurs, il se pourrait que la création des créances titrisées ait accentué les risques bancaires, notamment si les blocs de titres sont soumis à un contrôle moins rigoureux que celui qu'exercent les sociétés émettrices sur les prêts qui composent leur portefeuille. Bien qu'il ne faille pas écarter cette possibilité, rien n'indique concrètement l'existence d'un danger. La réputation de l'institution qui assure le contrôle – souvent celle qui a consenti les prêts – est en jeu, et il serait vraisemblablement interdit à une institution de pratiquer la titrisation des prêts si elle était reconnue coupable de négligence ou d'abus de confiance. La menace d'une telle sanction est une forte incitation à suivre les règles.

Lorsque les créances titrisées sont détenues par un grand nombre d'investisseurs, il en résulte un plus grand partage des risques, ce qui est bien. Mais lorsque les unités sont détenues par un petit nombre de particuliers ou d'institutions, les risques peuvent être plus concentrés et le risque global plus grand à cause de la possibilité de défaut de paiement. Cette possibilité inquiète les instances de réglementation, qui peuvent avoir de la difficulté à évaluer la situation générale à cause de l'anonymat des détenteurs d'unités d'un fonds de titres. La titrisation peut donc rendre le système financier moins transparent. Toutefois, le moins grand risque de fluctuation des prix fera vraisemblablement un contrepoids plus que suffisant à tout accroissement du risque de crédit. À ce jour, aucun défaut de paiement majeur n'a été signalé sur ce genre de titres. Si certains prêts personnels deviennent de mauvaises créances, les coûts seront limités par le surnantissement des titres ou la garantie fournie par le gouvernement ou les institutions privées. Dans l'ensemble, donc, les créances titrisées ont des effets favorables sur les marchés financiers et sur l'économie.

Les instruments de gestion des risques

Certains instruments s'adressent précisément aux trésoriers de société, aux gestionnaires de portefeuilles et aux intermédiaires financiers qui doivent gérer des risques. Ces instruments comprennent, entre autres, les contrats à terme, les contrats à terme normalisés et les options (voir encadré).

Historique

Les débuts

Les premiers marchés à terme normalisés et marchés d'options remontent au milieu du XIX^{e} siècle aux États-Unis, à une période où les marchés des produits agricoles – des céréales en particulier – étaient très volatils. Entre le

Trois types de contrats

Un *contrat à terme* est un accord passé entre deux parties qui conviennent d'échanger une quantité et un type précis d'une marchandise ou d'un instrument financier à une date future et à un prix prédéterminé. Les contrats à terme sur devises obligent les parties à acheter ou à vendre une devise à un taux de change établi le jour de la signature du contrat et dont la livraison est prévue à une date future spécifiée. Le taux de change convenu est fondé sur la différence entre le taux d'intérêt en vigueur dans les deux devises échangées et la date d'échéance du contrat; il comprend la commission de l'institution financière, car aucune prime n'est payée à l'avance. Il s'agit d'une transaction de gré à gré entre une institution financière – habituellement une banque ou un courtier – et son client. Le montant et la date d'échéance du contrat sont établis en fonction des besoins spécifiques du client. Les contrats à terme simples ne permettent pas aux clients de bénéficier de fluctuations favorables des prix ou de résilier le contrat avant la date d'échéance prévue.

Les contrats à terme peuvent aussi porter sur la livraison d'une obligation ou d'une lettre de change à un prix prédéterminé et offrir ainsi une protection contre le risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt. Le « contrat à terme sur taux d'intérêt » (CTTI) est une variante populaire des contrats à terme en vertu de laquelle les deux parties – habituellement une banque et son client – fixent un taux d'intérêt sur un montant théorique (hypothétique) de capital pour une date future pré-établie. Si les taux sont plus élevés à l'échéance, la banque paie au client la différence, multipliée par le montant hypothétique. S'ils sont plus bas, c'est le client qui paie la banque. Les contrats à terme et les CTTI sont des instruments rigides, parce que la livraison doit se faire à la date pré-établie et parce qu'il n'existe aucun moyen de résilier ou d'inverser le contrat avant l'échéance.

Les contrats à terme sur devises obligent les parties à acheter ou à vendre une devise à un taux de change établi et dont la livraison est prévue à une date future fixe. Ils offrent à l'investisseur ou à l'emprunteur qui fuit le risque une protection contre les mouvements des taux de change. Un emprunteur ou un investisseur peut établir d'avance le taux d'intérêt qu'il paiera ou recevra dans le futur en passant un contrat à terme sur taux d'intérêt (CTTI), habituellement avec une banque. Les contrats à terme et les CTTI sont des instruments établis en fonction des besoins précis des intervenants pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire.

Le *contrat à terme normalisé* (« futures ») confère le droit et l'obligation d'acheter une marchandise précise à une date fixe et à un prix pré-établi. Il vient à échéance à des dates de livraison normalisées et est établi à des montants standardisés. Le prix des contrats à terme normalisés est dérivé du prix de la marchandise concernée, auquel s'ajoutent des frais de crédit. Même si certains contrats s'échangent de gré à gré, ceux qui connaissent le plus de succès se transigent dans des bourses organisées.

Les contrats à terme normalisés sur devises sont des contrats de livraison d'une devise étrangère (comme le yen japonais ou la livre britannique). Les contrats à terme normalisés sur indices boursiers sont des contrats basés sur la livraison d'un panier d'actions (comme le Composite 500 de Standard and Poor's et l'indice composé de la bourse de New York). Les contrats à terme normalisés sur taux d'intérêt portent sur une obligation à long terme, une lettre de change à court terme, un certificat de dépôt ou une rétrocession hypothécaire.

Bon nombre de ces contrats sont basés sur un règlement en espèces et non sur la livraison réelle de l'actif visé. Il arrive souvent que cet actif n'ait pas d'existence physique ou légale, comme c'est le cas des indices boursiers. De plus, il est rare que le détenteur d'un contrat à terme normalisé maintienne sa position jusqu'à la date d'expiration; il vend souvent son contrat – il s'en dégage – en passant à un contrat opposé. Les parties au contrat ne versent qu'une « marge de bonne foi » minime – puisque, techniquement, le contrat ne doit être réglé qu'à la date d'expiration – et, chaque jour d'affaires, il y a paiement de la « marge » en vertu de laquelle le vendeur (le « souscripteur ») du contrat paie à l'acheteur le montant de la plus-value, ou vice versa si le prix du contrat a baissé.

Les contrats à terme normalisés et les options sur taux d'intérêt et sur devises sont des instruments standardisés qui sont souvent transigés dans des bourses organisées. Grâce à ces instruments, les emprunteurs et les investisseurs peuvent se protéger contre des mouvements défavorables des taux de change et des taux d'intérêt, mais peuvent aussi retirer certains gains découlant de mouvements favorables.

L'*option* est un contrat qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une marchandise ou un titre. L'« option d'achat » est un contrat qui donne à son détenteur (l'acheteur de l'option) le droit, mais non l'obligation, d'acheter un actif à un prix spécifié (le prix d'exercice) à la date d'expiration ou avant celle-ci (option américaine) ou à la date d'expiration seulement (option européenne). L'« option de vente » est un contrat qui donne à son détenteur le droit, mais non l'obligation, de vendre un actif à un prix spécifié. L'acheteur de l'option paie au vendeur de celle-ci une prime pour acheter le droit. Si, avant la date d'expiration, le prix réel de l'élément d'actif grimpe à un niveau plus élevé que le prix spécifié dans l'option, le détenteur de l'option d'achat peut exercer son droit d'acheter l'actif au prix spécifié, qui est alors inférieur au prix du marché. Si le prix du marché ne dépasse pas le prix d'exercice, le détenteur de l'option d'achat n'exerce pas son droit d'option et sa perte est limitée à la prime payée. L'option d'achat (ou de vente) permet à son détenteur de bénéficier d'un prix garanti maximum (ou minimum) auquel il peut acheter (ou vendre) un actif, et constitue ainsi une protection contre une hausse (ou une chute) des prix. Les options sont transigées en bourse ou de gré à gré. Les options d'achat ou de vente portent sur des actions, des contrats à terme normalisés sur indices boursiers, des devises et des contrats à terme normalisés sur taux d'intérêt. Les options sur taux d'intérêt fixent un taux d'intérêt sur un montant hypothétique. Autrement dit, le vendeur d'une option d'achat sur taux d'intérêt s'engage à prêter hypothétiquement à l'acheteur un montant hypothétique spécifié à un taux d'intérêt précis, avant la date d'expiration de l'option et à la demande du détenteur de celle-ci.

mois d'août et le milieu de décembre, les prix céréaliers pouvaient s'effondrer, tandis que la nouvelle récolte inondait le marché et, au printemps suivant, ils remontaient en flèche parce que le volume de céréales était insuffisant pour satisfaire la demande. Pour échapper à ces fluctuations prononcées des prix, les marchands ont commencé à vendre les céréales « par anticipation ». Mais il manquait alors trois éléments essentiels à l'efficacité du marché : des conditions de contrat normalisées, des garanties de bonne foi et un **mécanisme de compensation**. Pour combler ces lacunes, on a alors créé des bourses organisées. Les premiers contrats à terme normalisés de céréales ont ainsi été transigés à la *Board of Trade of the City of Chicago* (maintenant appelée la *Chicago Board of Trade*) au milieu du XIX^{e} siècle; pour le coton, ils ont commencé à la *New York Cotton Exchange* vers 1870. Jusqu'aux années 50, les contrats à terme normalisés portaient uniquement sur des produits pouvant se conserver, mais les opérations à terme normalisées sur le bétail ont commencé dans ces années-là.

Les premiers contrats à terme normalisés sur devise ont été négociés en 1972, tandis que la *Chicago Mercantile Exchange* formait un marché associé – le Marché monétaire international – qui a inscrit la première opération boursière normalisée effectivement réalisée sur une devise étrangère, soit à peine un an après l'abandon du système de Bretton Woods. Les options sur devise ont fait leur apparition en 1978 aux Pays-Bas, pour se répandre ensuite aux États-Unis et ailleurs en 1982.

Le premier contrat à terme normalisé sur taux d'intérêt hypothécaire a été offert à la *Chicago Board of Trade* au mois d'octobre 1975, même si le développement de ce marché avait déjà commencé quelques années plus tôt[10]. Le deuxième contrat de ce genre, concernant la livraison d'un bon du Trésor américain, a été enregistré sur le Marché monétaire international au début de 1976. Le contrat sur euro-dollars – c'est-à-dire un contrat à terme normalisé sur un taux d'intérêt en euro-dollars – a été introduit à la fin de 1981. Il s'agissait du premier contrat à terme normalisé à être passé sur un instrument international et ce genre de contrat est devenu aujourd'hui un des types de contrat à terme normalisé sur taux d'intérêt les plus populaires.

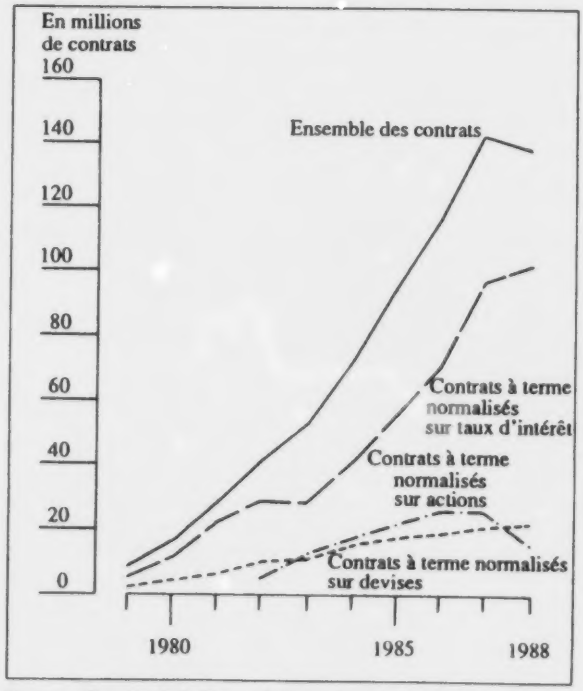
Ce contrat sur euro-dollars a aussi été le premier contrat à demander le règlement en espèces et non pas la livraison du titre même visé par le contrat. L'introduction et l'acceptation du règlement en espèces a été une étape importante dans le développement des marchés à terme normalisés : les règlements en espèces ont non seulement permis de réduire considérablement les coûts de transaction, mais ils ont aussi ouvert la porte aux contrats pour lesquels il est presque impossible de livrer physiquement l'actif visé. Les contrats à terme sur indice boursier en sont un exemple : sans règlement en espèces, ce type de contrat n'aurait probablement pas été mis au point, parce qu'il est presque impossible de livrer un panier d'actions qui reproduit exactement un indice. Peu après l'apparition du contrat sur euro-dollars, les contrats sur indice boursier ont été introduits simultanément à trois bourses. En raison de la volatilité croissante des taux de change et d'intérêt, et des cours de la bourse, le nombre de contrats financiers et de contrats sur devise transigés aux États-Unis a augmenté de façon vertigineuse.

Une croissance rapide ces dernières années

Le nombre total de contrats à terme normalisés passés dans les bourses des États-Unis est passé de 7,8 à 139 millions entre 1979 et 1987 (graphique 3-1); dans deux secteurs en particulier – les marchés à terme normalisés sur taux d'intérêt et les marchés à terme normalisés sur devises étrangères –, l'augmentation a été tout aussi stupéfiante. Apparues plus tard, les options n'en ont pas moins augmenté rapidement (graphique 3-2); la réduction du nombre

Graphique 3-1

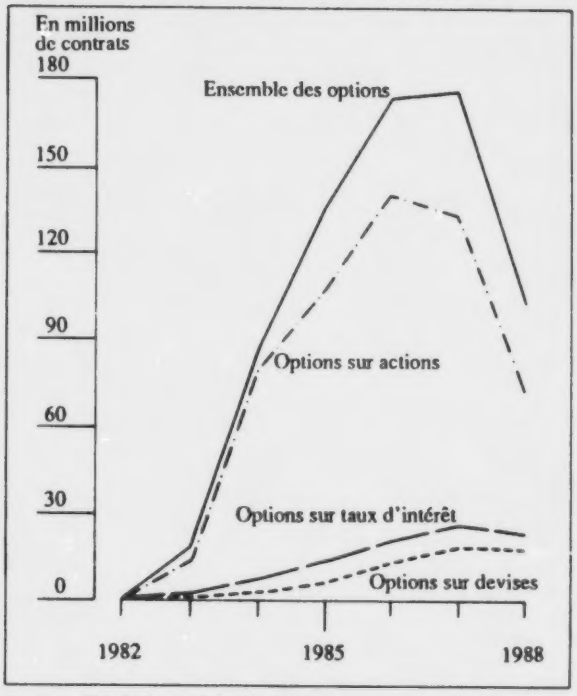
Volume des contrats à terme normalisés financiers transigés sur les places boursières américaines, 1979-1988



SOURCE Données de la Futures Industry Association, *Volume of Futures Trading*, diverses années.

Graphique 3-2

Volume des options financières transigées sur les places boursières américaines, 1982-1988



SOURCE FIA, *Volume of Futures Trading*; et Chicago Board Options Exchange, *Annual Market Statistics*, 1987.

de contrats d'option en 1988 est due au krach boursier d'octobre 1987.

Les contrats à terme normalisés financiers (notamment ceux sur devises) l'emportent maintenant en nombre sur les contrats à terme normalisés portant sur les produits agricoles et sur les métaux. En 1979, les contrats à terme normalisés sur produits agricoles représentaient environ 62 % du total, tandis que les contrats à terme normalisés financiers représentaient seulement 10,3 % du total et se classaient au troisième rang, derrière les contrats à terme normalisés sur métaux précieux. En 1988, la situation était inversée et les contrats à terme normalisés financiers représentaient 57 % du total, la part du lion allant aux contrats sur taux d'intérêt (graphiques 3-3 et 3-4).

Par suite de cette croissance rapide, l'activité sur les marchés à terme normalisés s'est intensifiée par rapport aux échanges des titres mêmes visés par ces marchés (c'est-à-dire les bons du Trésor américain, les opérations de change et les actions qui entrent dans le calcul de l'indice Standard and Poor's 500 et de l'indice de la bourse de New York (NYSI). Cela a des répercussions importantes, non seulement sur la répartition des risques, mais aussi sur la liquidité des marchés des actifs visés par ces contrats à terme.

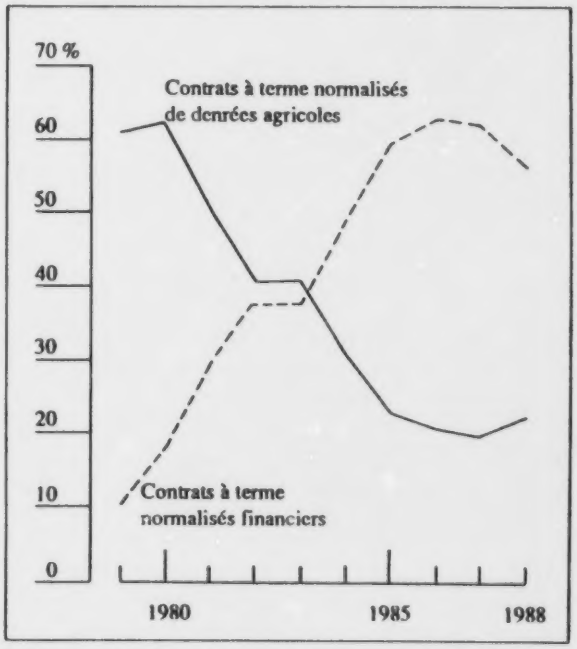
Le fait que les engagements des banques commerciales américaines aient triplé, en moins de deux ans, sur les contrats à terme normalisés et quadruplé sur les options est une autre indication, même si elle est imparfaite, de l'importance grandissante des contrats à terme normalisés et des options (tableau 3-2).

Les principales places boursières

C'est encore aux États-Unis qu'on retrouve les principales bourses des marchés à terme normalisés et des options, Chicago étant le grand centre dans ce domaine, avec la *Chicago Board of Trade*, la *Chicago Mercantile Exchange* et la *Chicago Board Options Exchange*. Cette dernière est la plus importante place boursière pour les options (notamment sur les actions), tandis que Philadelphie a un marché très actif pour les options sur devises.

Graphique 3-3

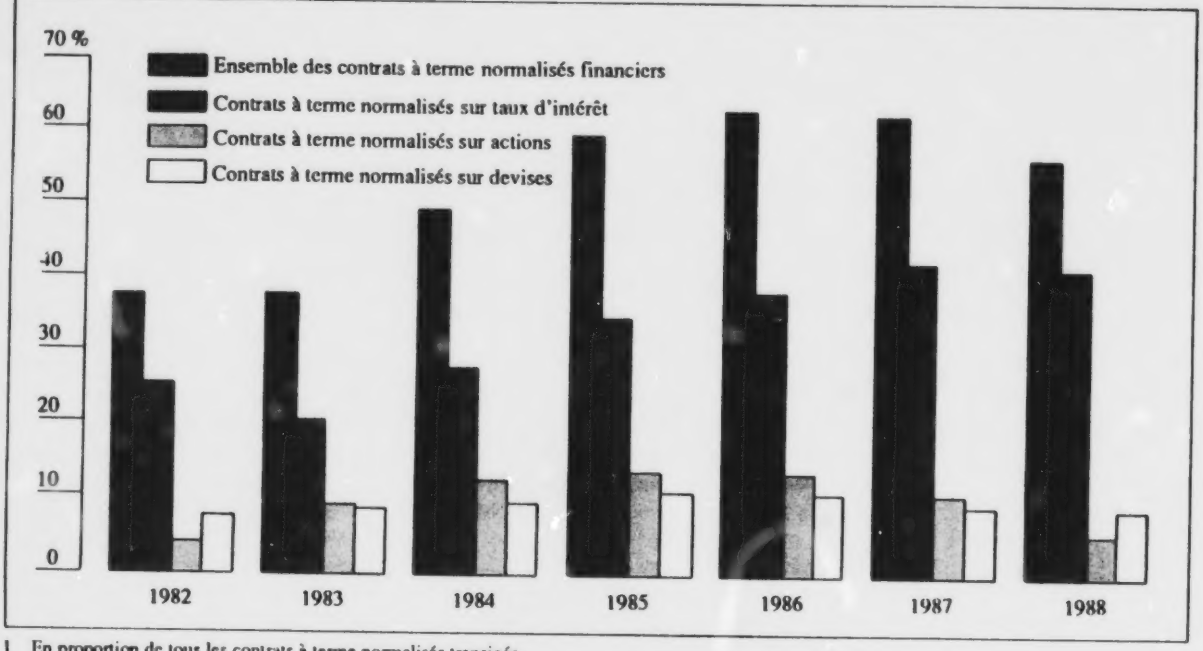
Importance relative[1] des contrats à terme normalisés de denrées agricoles et des contrats à terme normalisés financiers parmi les membres de la FIA, 1979-1988



1 En proportion de tous les contrats à terme normalisés transigés.
SOURCE FIA, *Volume of Futures Trading*.

Graphique 3-4

Importance relative des contrats à terme normalisés financiers parmi les membres de la FIA, 1982-1988



1 En proportion de tous les contrats à terme normalisés transigés.
SOURCE FIA, *Volume of Futures Trading*.

Tableau 3-2

Engagements des banques américaines sous forme de contrats à terme normalisés (futures), de contrats à terme et d'options, 1985-1987[1]

En milliards de dollars US

	Contrats à terme normalisés et contrats à terme		Options	
	Engagements d'achat	Engagements de vente	Achats	Ventes
Décembre 1985	57	40	11	5
Mars 1986	64	60	13	9
Juin 1986	66	56	14	11
Septembre 1986	102	80	22	10
Décembre 1986	100	80	28	12
Mars 1987	121	109	40	13
Juin 1987	129	125	35	19
Septembre 1987	129	133	45	21

1 À la fin des mois indiqués.
SOURCE Federal Reserve System, *Call Report*, 1988.

Un des rouages essentiels du fonctionnement des différentes bourses de Chicago est la présence de *locals* – c'est-à-dire de particuliers qui négocient pour leur propre compte, généralement en petits volumes, et agissent comme contrepartie aux ordres d'institutions, de sociétés et de particuliers. Les *locals* sont une source de liquidité dont

beaucoup de marchés à terme normalisés ont grand besoin, et ils sont devenus indissociables de l'activité boursière à Chicago. Dans le « coin » de Standard and Poor's, par exemple, seulement 5 % de l'activité totale est attribuable aux spéculateurs individuels, 55 %, aux *locals* et le reste, aux institutions et aux courtiers. On dénombre entre 1 200 et 1 400 *locals* à la *Chicago Mercantile Exchange* et environ 2 000 à la *Chicago Board of Trade*. Comme il arrive souvent que les institutions ne concluront pas de nouveaux contrats tant que le marché n'est pas assez liquide, le bon fonctionnement d'un marché repose sur les épaules des *locals*. Il est possible que les négociations par informatique remplacent un jour les *locals*, mais le marché boursier aura toujours besoin d'un grand nombre d'intervenants.

Ailleurs, Londres et Paris prennent de l'importance dans ces marchés (tableau 3-3), tandis que Toronto, Montréal, Amsterdam et Sydney ne sont pas aussi actives à cet égard que New York et Kansas City. Les marchés à terme normalisés sont encore tout récents à Tokyo et à Osaka.

Les marchés canadiens

Au Canada, les marchés à terme de gré à gré sur taux d'intérêt et sur devises sont assez actifs et sont bien dirigés par les banques à charte. Le marché des contrats à terme sur taux d'intérêt en dollars US et canadiens – qui remplace les marchés à terme normalisés au Canada – est également actif, avec un volume de contrats en circulation évalué à 100 milliards de dollars US.

Selon l'enquête du Conseil sur l'utilisation des nouveaux instruments par les entreprises, environ 60 % de ces dernières ont passé, à un moment ou à un autre, un contrat à terme, mais la proportion de celles qui n'avaient jamais utilisé les autres instruments était quand même élevée : 95 % pour ce qui est des contrats à terme normalisés et des options sur taux d'intérêt; 85 % pour les options sur devises; 81 % pour les contrats à terme normalisés sur devises; et 81 % pour les contrats à terme sur taux d'intérêt. Les contrats à terme sont l'instrument préféré, parce qu'ils peuvent être adaptés aux besoins précis de l'entreprise. La certitude qu'ils offrent et le fait qu'ils soient faciles à comprendre et à obtenir contribuent sans aucun doute à la popularité des contrats à terme, qui sont en outre considérés comme moins chers que les contrats à terme normalisés et les options. Par ailleurs, beaucoup de répondants estimaient que ces deux derniers instruments étaient trop spéculatifs ou qu'ils ne convenaient pas à leurs besoins précis. Un certain nombre de répondants ont également mentionné que personne dans leur entreprise ne connaissait bien les options et les contrats à terme normalisés[11].

Tableau 3-3

Contrats à terme normalisés financiers et contrats d'option inscrits à l'extérieur des États-Unis, selon le marché, 1987 et 1988

En milliers de contrats

	Novembre 1987	Novembre 1988
London (LIFFE)	1 297	1 440
Contrats à terme normalisés	1 182	1 289
Options	115	151
Paris (MATIF)	1 312	1 357
Contrats à terme normalisés	1 312	1 088
Options	–	269
Bourse de Tokyo	1 062	2 537
Contrats à terme normalisés	1 062	2 537
Bourse des contrats à terme normalisés de Sydney	456	788
Contrats à terme normalisés	396	681
Options	60	106
Bourse de Singapour (SIMEX)	176	401
Contrats à terme normalisés	170	397
Options	5	3
Bourse des contrats à terme normalisés de Hongkong	47	10
Contrats à terme normalisés	47	10
Bourse des contrats à terme normalisés de Toronto	39	72
Contrats à terme normalisés	5	3
Options	34	69
Bourse des contrats à terme normalisés de Nouvelle-Zélande	12	41
Contrats à terme normalisés	12	41
Bourse de Montréal	30	28
Contrats à terme normalisés	–	1
Options	30	27
Bourse des options d'Europe	187	199
Options	187	199
Bourse des options de Stockholm	1 123	457
Options	1 123	457
Bourse de commerce de São Paulo	–	13
Contrats à terme normalisés	–	13
Bourse des valeurs d'Osaka	49	442
Contrats à terme normalisés	49	442

SOURCE Futures Industry Association, *International Report*, novembre 1988.

Au nombre des organismes qui ont utilisé les nouveaux instruments financiers, il y a quelques sociétés d'État – en particulier la Société pour l'expansion des exportations, la Société du crédit agricole et la Banque fédérale de développement –, ainsi que plusieurs grandes sociétés privées. Il est tacitement convenu que le gouvernement fédéral doit obtenir les capitaux nécessaires sur les marchés intérieurs, tandis que les sociétés d'État doivent avoir recours aux marchés internationaux; par conséquent, les dernières sont incitées à trouver des instruments qui abaissent les coûts d'emprunt et facilitent la gestion des risques. Plusieurs d'entre elles doivent consentir des prêts à des taux inférieurs à ceux du marché et verser des fonds sur une longue période, pouvant atteindre cinq ans, à des taux d'intérêt fixes. Ces sociétés d'État ont donc mis au point des stratégies de financement très élaborées reposant sur des swaps et des options[12].

Il semble aussi quelque peu difficile de développer les contrats négociables en bourse. La *Toronto Futures Exchange* a été créée en 1984 pour élargir les marchés à terme normalisés et les marchés d'options. Si les contrats sur indice boursier ont connu du succès, il n'en va pas de même pour les contrats à terme normalisés sur taux d'intérêt, dont le développement a été gêné par le manque de liquidité. En outre, les lois actuelles empêchent les caisses de retraite, les compagnies d'assurances et les fonds mutuels de participer à ces marchés[13]. L'absence de ces importants intervenants potentiels restreint beaucoup la taille des marchés. Enfin, autre obstacle, la *Toronto Futures Exchange* manque de *locals*, qui interviennent seulement dans 25 % du volume total des transactions.

La concurrence traditionnelle entre les bourses de Montréal et de Toronto ne semble pas aussi vive sur les marchés à terme normalisés et les marchés des options. Les deux places boursières semblent en fait se spécialiser – Toronto, dans les marchés à terme normalisés, en particulier celui des actions; et Montréal, dans les options financières et les options sur devises.

Première bourse à offrir une option sur obligations en 1984, la bourse de Montréal traite aujourd'hui un volume quotidien moyen d'environ 1 500 contrats de ce type. Du côté des devises, toutefois, Montréal a moins de succès. Les options sur la livre anglaise, le mark allemand, le franc suisse et le dollar canadien ont déjà été cotées à la bourse de Montréal, mais seules celles sur le dollar canadien le sont encore aujourd'hui. Au mois d'août 1986, la bourse de Montréal a lancé un contrat d'option sur bons du Trésor qui a connu un succès indéniable. En mai 1988, elle offrait un contrat à terme normalisé sur acceptations bancaires – instrument à court terme fonctionnant avec un marché au comptant très vaste et très liquide et conçu pour servir de couverture aux sociétés et aux institutions financières. Malgré la nécessité apparente de cet instrument, très peu de participants s'y sont intéressés jusqu'ici, et le marché manque de liquidité.

Des options sur actions sont aussi négociées à la bourse de Vancouver, mais leur volume reste inférieur à ceux enregistrés à Montréal et Toronto (tableau 3-4).

Au Canada, l'absence d'un marché liquide d'options et de contrats à terme normalisés, en particulier sur les taux d'intérêt, entrave la gestion des risques par les institutions financières et les intervenants non financiers. Il est en effet difficile de se protéger contre la variation des taux d'intérêt canadiens sur les marchés américains lorsqu'il existe seulement des instruments sur les taux d'intérêt libellés en dollars US. Il faut donc supposer les variations relatives des taux d'intérêt aux États-Unis et au Canada.

Le caractère éphémère des instruments

Les difficultés rencontrées par les bourses de Montréal et de Toronto ne sont pas inhabituelles. Beaucoup de contrats ont été lancés, pour disparaître peu de temps après. Et pour bon nombre de ceux qui ont continué d'exister, le volume est très faible comparativement à celui des contrats les plus transigés (tableau 3-5). Selon une étude de 1984 sur les marchés à terme normalisés, « la majorité des contrats à terme normalisés avaient disparu dans les dix ans suivant leur apparition »[14].

Mais quelles caractéristiques font que d'autres types d'opération maintiennent leur popularité ? Même si les directeurs de bourse ont été accusés quelquefois d'utiliser une méthode purement expérimentale (« définissons un nouveau type de contrat, lançons-le sur le parquet et voyons comment il va se comporter »), la création d'un nouveau type de contrat obéit à un processus plus rigoureux et son succès dépend d'un certain nombre de conditions.

Premièrement, le marché doit être suffisamment volatil pour inciter certains agents économiques à chercher à se protéger et pour en inciter d'autres à tirer avantage de cette volonté de se protéger. Deuxièmement, il doit y avoir un marché au comptant sous-jacent très actif. Les contrats à terme normalisés, les options et même les contrats à terme sont souvent appelés des « produits dérivés », parce qu'ils reposent sur le marché au comptant d'une devise, d'une obligation à court ou à long terme, ou d'un panier d'actions. Les contrats qui réussissent reposent sur des marchés très vastes, comme celui des bons du Trésor américain, celui des

Tableau 3-4

Négociation d'options sur le parquet des bourses du Canada, 1980-1988

En milliers de contrats négociés

	Or	Argent	Actions	Obligations	Dollars canadiens	Bons du Trésor	Autres	Total
Bourse de Toronto[1]								
1980	...	...	1 881,6	...	...	...	...	1 881,6
1981	...	...	2 803,7	...	...	...	...	2 803,7
1982	...	...	2 536,8	...	...	...	...	2 536,8
1983	...	36,5	2 590,4	–	...	...	...	2 626,9
1984	...	134,3	2 289,4	–	...	...	...	2 423,7
1985	...	75,9	2 456,4	6,3	...	...	...	2 538,6
1986	...	21,1	2 592,6	43,5	...	...	...	2 657,2
1987	...	35,2	3 554,1	25,4	...	...	...	3 614,7
1988	...	34,6	2 767,7	–	...	...	...	2 802,3
Bourse de Montréal								
1980	–	...	416,7	–	–	...	–	416,7
1981	–	...	414,1	–	–	...	–	414,1
1982	–	...	375,9	2,2	1,8	...	–	379,9
1983	86,0	...	649,0	62,0	13,0	...	28,3	838,3
1984	54,5	...	708,7	147,6	17,1	...	79,5	1 007,4
1985	47,4	...	836,4	240,8	20,3	...	24,9	1 169,8
1986	74,7	...	1 049,8	288,2	2,4	3,2	0,1	1 418,4
1987	72,8	...	1 325,5	416,0	0.5	5,6	1,2	1 821,6
1988	39,1	...	808,6	334,7	0,1	0,5	0,2	1 183,2
Bourse de Vancouver								
1982	1,9	...	–	...	...	...	–	1,9
1983	5,5	17,1	–	...	0,2	...	–	22,8
1984	5,0	22,6	96,4	...	0,7	...	–	124,7
1985	7,1	10,4	171,0	...	0,5	...	–	189,0
1986	7,6	2,1	206,6	...	0,2	...	–	216,5
1987	6,3	2,6	343,5	...	– –	...	0,1	352,5
1988	4,0	1,7	283,2	...	– –	...	– –	288,9

1 Les options sur obligations et sur l'argent sont négociées à la bourse des contrats à terme normalisés de Toronto; les options sur actions comprennent les options sur les actions qui composent l'indice TSE 35.

SOURCE Données fournies par les bourses.

euro-dollars, et divers marchés d'actions. Troisièmement, le contrat doit être bien conçu; en particulier, il doit se prêter facilement à une livraison ou à un règlement en espèces. Quatrièmement, le marché doit compter suffisamment d'intervenants des deux côtés de l'opération, autrement dit, simultanément, des personnes qui cherchent à se couvrir et des spéculateurs. Le succès des bourses de Chicago est attribuable au grand nombre des *locals*; même si certains d'entre eux ont peu de capital, beaucoup sont appuyés par les grandes maisons de compensation qui garantissent l'exécution et le règlement des opérations. Enfin, cinquième condition de succès, il ne faut pas qu'il existe de proches substituts des contrats en question. Il serait, par exemple, très difficile aujourd'hui de réintroduire aux États-Unis un contrat sur certificats de dépôt, parce que le contrat sur euro-dollars est très liquide et en est un très bon substitut.

Des instruments pour gérer les risques

Les contrats à terme, les contrats à terme normalisés et les options sont, pour les institutions, les sociétés et les particuliers, des instruments de gestion des risques. Certains intervenants voudront assumer des risques, pour tenter d'en tirer profit, tandis que d'autres, au contraire, chercheront à s'en prémunir. Sur le marché des devises étrangères, par exemple, le spéculateur parie sur le mouvement d'une certaine devise et tentera d'en tirer un profit. Son comportement

Tableau 3-5

Volume des opérations sur divers contrats à terme normalisés sur le parquet des bourses de la Futures Industry Association, 1977-1988

En millions de contrats

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Bons du Trésor à long terme	32	555	2 067	6 637	14 181	17 163	19 818	30 215	40 745	53 066	67 857	71 722
Bons du Trésor à court terme	322	775	1 974	3 448	5 642	6 699	3 828	3 323	2 450	1 850	1 952	1 396
Euro-dollars (trois mois)	–	–	–	–	15	324	891	4 193	8 901	10 825	20 416	21 705
Unité monétaire européenne (ECU)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	116	42	24
Livre sterling	79	241	514	1 271	1 491	1 322	1 616	1 453	2 820	2 719	2 603	2 644
Dollar canadien	161	208	404	603	476	1 078	559	349	472	740	922	1 418
Deutsche mark	134	402	451	923	1 655	1 793	2 430	5 576	6 535	6 657	6 122	5 712
Yen	82	362	330	575	961	1 762	3 453	2 369	2 448	4 017	5 417	6 477
Peso mexicain	17	18	30	19	19	65	40	15	13	–	–	–
Franc suisse	107	322	494	832	1 519	2 653	3 786	4 229	4 868	5 100	5 366	5 361
Florin (Pays-Bas)	3	4	– –	– –	– –	– –	– –	–	–	–	–	–
Franc français	3	4	– –	– –	2	16	26	8	9	3	10	4
Indice Standard and Poor's 500	–	–	–	–	–	2 936	8 102	12 364	15 056	19 505	19 045	11 354
Indice composite de la bourse de New York (NYSE)	–	–	–	–	–	1 433	3 506	3 457	2 834	3 124	2 916	1 669
Bons du Trésor à moyen terme (tous)	–	–	23	18	33	881	815	1 662	2 860	4 426	5 637	6 501

SOURCE Données de la Futures Industry Association.

dans ce cas sera la contrepartie de la couverture de l'importateur, sur le marché à terme, sur le marché à terme normalisé ou encore sur le marché des options.

Voici un exemple qui illustre une opération de couverture. Prenons le cas d'un importateur canadien qui n'est pas dans le milieu financier et qui doit faire un paiement en devises américaines dans trois mois sans savoir la valeur qu'aura le dollar au moment de l'échéance. Il pourrait vouloir « s'assurer » d'un taux de change – c'est-à-dire se couvrir. La façon la plus simple de le faire, c'est d'utiliser le marché au comptant. L'importateur pourrait acheter aujourd'hui le montant en dollars américains dont il a besoin et le garder pour les trois prochains mois. Il pourrait aussi investir dans des éléments d'actif libellés en dollars US. Ou il pourrait encore s'éviter le trouble d'aller sur le marché financier américain en passant un contrat à terme avec une banque pour la livraison de devises étrangères trois mois plus tard à un prix prédéterminé.

Le marché des options s'adresse à l'importateur prêt à prendre un peu de risque. Si le taux de change devait évoluer dans un sens favorable, celui-ci, qui est couvert sur le marché à terme, fait face à un manque à gagner. Par contre, en prenant une option d'achat, il paierait une prime qui l'assurerait contre un mouvement défavorable, mais qui lui permettrait en même temps de tirer avantage d'un mouvement favorable.

Le marché à terme normalisé s'adresse à l'intervenant qui souhaite participer, dans une plus grande mesure, à des gains possibles. Il a l'avantage qu'on peut y entrer et en sortir rapidement, moyennant des coûts minimes. L'arbitrage en couverture peut dénouer sa position à tout moment en vendant un contrat ou en achetant un contrat opposé, mais il doit la vérifier tous les jours. En outre, étant donné qu'il peut seulement acheter des contrats pour des montants standardisés qui viennent à échéance à des dates déterminées, il est possible que le marché n'arrive pas à offrir à l'arbitragiste le montant exact dont ce dernier a besoin, ni la date d'échéance voulue.

Les options et les contrats à terme normalisés offrent aux participants du marché boursier une possibilité de modifier le risque associé à leur position sur le marché au comptant. Par exemple, si le détenteur d'un certain nombre d'actions achète une option de vente, il acquerra, en échange de la prime qu'il paie au vendeur de l'option, une protection contre une baisse éventuelle du prix des actions qu'il détient, tout en conservant la possibilité de profiter d'une hausse possible des prix. Si, dans la réalité, les prix augmentent, son profit sera réduit du montant de la prime qu'il aura payée. Quand au vendeur de l'option, il reçoit un revenu – la prime –, mais il peut subir une perte si le prix des actions baisse d'un montant supérieur à la prime. De la même façon, le gestionnaire d'un portefeuille d'actions qui s'attend à une baisse des cours peut vendre aujourd'hui un contrat à terme normalisé sur indice boursier, modifiant ainsi le poids relatif des actions, des obligations et des montants en espèces dans son portefeuille. Le détenteur de bons du Trésor, exposé au risque que les taux d'intérêt augmentent et que le prix de ses bons diminue, peut aussi couvrir sa position en vendant un contrat à terme normalisé – c'est-à-dire en acquérant le droit de vendre un bon à un prix prédéterminé. Si les taux d'intérêt montent effectivement, la valeur de sa position sur le marché à terme normalisé – c'est-à-dire le droit de vendre des bons à un prix supérieur au prix du marché – augmentera, et le gain compensera la perte de la valeur marchande du bon dans son portefeuille.

Autre exemple, un promoteur qui construit un complexe immobilier pour lequel il ne pourra obtenir de financement hypothécaire qu'une fois la construction terminée peut se protéger contre une hausse imprévue des taux d'intérêt en passant un contrat à terme sur taux d'intérêt avec une banque qui fixe les taux d'intérêt, disons, une année à l'avance. Si les taux d'intérêt un an plus tard sont plus élevés que le taux prédéterminé, la banque paiera la différence au promoteur, et ce gain compensera la hausse des taux hypothécaires que devra absorber ce dernier. Par contre, si les taux d'intérêt baissent, les taux hypothécaires baisseront aussi, mais le promoteur devra payer la différence à la banque. Autre possibilité, le même promoteur pourrait aller sur le marché à terme normalisé et y vendre un contrat. Si les taux d'intérêt augmentent, le prix du contrat à terme normalisé augmentera, compensant ainsi la hausse des taux d'intérêt hypothécaires pour le promoteur.

À chacun son marché

Les divers marchés financiers répondent à des besoins très variés. Le marché à terme, où se négocient des contrats faits sur mesure, est celui que privilégient les sociétés qui veulent se protéger contre les fluctuations des taux d'intérêt et des devises.

Les contrats à terme sont habituellement associés aux transactions commerciales. La contrepartie à la transaction est en général une banque ou une firme de courtage. La banque peut avoir conclu un grand nombre de transactions et se trouver avec une position ouverte assez importante – c'est-à-dire non couverte ou non protégée – par rapport aux taux d'intérêt et aux devises. Elle peut alors se tourner vers le marché à terme normalisé pour couvrir sa propre

position. Cela lui est possible parce que le marché à terme normalisé offre justement un produit garanti normalisé à un coût de transaction très bas. Les contrats à terme normalisés, par ailleurs, sont aussi des instruments de gestion de portefeuille. Dans le processus de négociations des contrats à terme, la banque sert d'intermédiaire entre un produit normalisé et un produit fait sur mesure. C'est là un rôle important des institutions financières. D'autres banques, courtiers ou *locals* assumeront la contrepartie dans les opérations sur le marché à terme normalisé.

Dans la gestion d'un portefeuille, le choix entre le marché à terme, le marché des options ou le marché au comptant dépend des coûts d'opération relatifs, ce terme étant pris ici dans son acception la plus large de manière à inclure les coûts associés à un manque de liquidité. Il en coûte environ 10 fois moins cher de modifier un portefeuille par des opérations sur le marché à terme normalisé que par la vente ou l'achat direct d'actions. Non seulement les commissions de courtage sont habituellement moins élevées sur les marchés à terme normalisés, mais avec des règlements en espèces, les contrats sur indice boursier peuvent être négociés efficacement, tandis qu'il en coûterait davantage pour transiger le stock d'actions visé par ces contrats sur le marché au comptant. De plus, aucuns frais initiaux ne sont rattachés aux marchés à terme normalisés, et seule une petite marge est requise; par contre, les règlements en espèces quotidiens peuvent se faire sentir sur les mouvements de trésorerie. Il n'y a pas de marge sur les options, mais la prime est souvent relativement élevée, et les commissions de courtage sont beaucoup plus élevées que pour les opérations sur le marché au comptant.

Les marchés de produits dérivés permettent aux particuliers, aux sociétés et aux institutions de modifier les risques auxquels ils sont exposés de manière à les faire cadrer davantage avec ceux qu'ils estiment pouvoir prendre. Ils transfèrent les risques de ceux qui veulent ou peuvent moins en assumer à ceux qui peuvent ou veulent en prendre plus; théoriquement au moins, ces marchés favorisent ainsi une répartition plus efficace des risques dans la société.

Le spéculateur remplit une fonction importante dans ces marchés. Sans spéculateurs, en effet, un nombre restreint seulement d'opérations de couverture est possible. Pour qu'une opération soit effectuée entre deux agents qui veulent se couvrir (arbitragistes en couverture), ces derniers doivent avoir des besoins exactement complémentaires. Par exemple, un exportateur qui s'attend à recevoir dans trois mois un paiement dans une devise étrangère doit donc, pour se couvrir, trouver un importateur qui doit faire un paiement dans la même devise à la même date future. Autrement, ils doivent tous les deux faire affaire avec un agent prêt à prendre un risque moyennant rémunération – c'est-à-dire, avec un spéculateur. En étant la contrepartie des arbitragistes en couverture, les spéculateurs contribuent en général à une redistribution des risques et à une meilleure gestion des risques dans l'économie. Mais les spéculateurs ne se limitent pas à ce rôle; ils sont parfois aussi à l'origine d'opérations boursières, et dans ces cas-là, la spéculation peut être un élément déstabilisant.

Des marchés bien développés de produits dérivés pourraient également améliorer la liquidité du marché au comptant connexe. Parce que les investisseurs peuvent modifier leur portefeuille en vendant des contrats à terme normalisés, les marchés à terme normalisés sur les actions et sur les indices boursiers sont maintenant tellement intégrés l'un dans l'autre qu'ils forment pratiquement un marché unique; la négociation de contrats à terme normalisés sur indice boursier est souvent perçue comme un substitut des opérations sur le marché des actions. Ainsi donc, les contrats à terme, les contrats à terme normalisés et les contrats d'option, qui sont essentiellement des instruments de transfert des risques, ont aussi une fonction d'élargissement du marché.

Les coûts

Les contrats à terme normalisés, les options et les contrats à terme sur taux d'intérêt suscitent quatre inquiétudes : 1) une mauvaise répartition des risques associés aux prix et au crédit pourrait accroître le degré global de risque du système financier; 2) les contrats à terme normalisés et les options pourraient rendre les cours plus volatils; 3) les contrats à terme normalisés et les options pourraient faire que les entreprises de taille moyenne auraient plus de difficulté à se financer en faisant appel public à l'épargne par des émissions sur les marchés des actions; et 4) les contrats à terme normalisés et les options sont susceptibles de compliquer la mise en œuvre de la politique monétaire.

Mauvaise répartition des risques

Théoriquement, les contrats à terme normalisés et les options transfèrent le risque de position des parties qui veulent s'en prémunir à celles qui le recherchent. Si l'utilisation de ces instruments produit effectivement ce résultat, alors le système global sera davantage capable d'assumer les risques et deviendra moins fragile. Par contre, si les nouveaux instruments ne réussissent pas à transférer les risques à ceux qui sont plus en mesure de les assumer ou s'ils augmentent le degré de concentration des risques, la fragilité globale du système financier et de l'économie augmentera.

Actuellement, il n'existe pas d'information sur ceux qui assument les risques en bout de ligne. Il est donc difficile d'évaluer l'incidence de l'introduction des contrats à terme normalisés, des options et des contrats à terme sur taux d'intérêt sur le degré global des risques que présente le système financier. Cette absence de transparence est inquiétante et peut, en elle-même, être considérée comme une augmentation du risque global.

En outre, de nombreuses institutions ne sont pas dotées de mécanismes de contrôle interne adéquats pour contrôler les positions prises par leurs courtiers. Du point de vue de la réglementation, la prise de positions par les institutions financières sur les marchés des options, des contrats à terme normalisés et des contrats à terme est préoccupante, parce que ces opérations ne figurent pas à leur bilan, ce qui fait que les organismes de réglementation et les investisseurs ont de la difficulté à évaluer leur exposition. Même si l'on pouvait obtenir de l'information sur les engagements, l'évaluation du risque de position de l'institution varierait selon que les engagements sont utilisés à des fins de couverture ou de spéculation. Par conséquent, pour évaluer l'exposition aux risques d'une institution active sur le marché des produits dérivés, il faudrait tenir compte des engagements nets globaux de l'institution et déterminer dans quelle mesure ces engagements compensent les risques auxquels s'expose l'institution en détenant d'autres éléments d'actif et de passif.

Enfin, les contrats à terme normalisés et les options comportent également un certain risque de crédit, mais encore là, son ampleur est difficile à évaluer.

L'incidence sur l'instabilité des cours

On estime généralement que les contrats à terme normalisés et les options ont rendu plus volatils les cours du marché des actions et du marché du crédit. Cette préoccupation était particulièrement vive en 1987, à la suite des difficultés rencontrées par le marché des obligations au printemps et par le marché des actions au mois d'octobre.

Mais ces préoccupations ne sont pas nouvelles. En effet, la négociation d'options et de contrats à terme normalisés sur marchandises a été interdite aux États-Unis en 1936, parce qu'on craignait justement qu'elle ne soit une cause d'instabilité[15]. De même, les contrats à terme normalisés sur les oignons ont été interdits en 1958, parce que beaucoup de gens pensaient qu'ils déstabiliseraient le marché au comptant des oignons. Au mois d'octobre 1978, le Trésor et la Réserve fédérale ont demandé à la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) de ne plus autoriser de nouveaux contrats à terme normalisés sur les bons du Trésor; les deux organismes avaient besoin de temps pour étudier les effets qu'une nouvelle augmentation du nombre de ces contrats pourrait avoir sur le marché au comptant. Ils en sont arrivés à la conclusion que rien ne permettait de croire que les contrats à terme normalisés sur instruments financiers perturberaient le marché au comptant ni accroîtraient la volatilité des prix[16]. Cette conclusion a été corroborée par d'autres études[17].

Incidence sur la politique monétaire

On craint également que le développement des produits dérivés – surtout les instruments de couverture – ne rende l'économie moins sensible aux variations des taux d'intérêt, réduise l'efficacité de la politique monétaire et modifie le moment où ses effets se feront sentir. Mais s'il est vrai que les investisseurs accorderont peut-être moins d'importance aux variations des coûts de financement dans leurs décisions, ils continueront néanmoins à évaluer le rendement attendu de leurs projets d'investissement en fonction d'autres projets possibles, et, à cet égard, les fluctuations des taux d'intérêt demeurent un facteur déterminant.

Financement par actions des entreprises de taille moyenne

Une quatrième source de préoccupation, c'est qu'avec le développement des marchés à terme normalisés et des marchés d'options, les gestionnaires de portefeuilles seront encore plus portés vers les actions des grandes entreprises pour lesquelles des instruments dérivés sont négociés. En particulier, les gestionnaires de portefeuilles pourraient privilégier les actions qui composent l'indice Standard and Poor's 500 ou l'indice NYSE (*New York Stock Exchange*), ou encore les actions pour lesquelles des contrats à terme normalisés sont transigés à la *Chicago Mercantile Exchange* et à la *Chicago Board of Trade*. Ces actions sont en majorité des actions de grandes sociétés. Celles des entreprises plus petites sont habituellement négociées de gré à gré; aux États-Unis, elles composent l'indice NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*). Par conséquent, les entreprises relativement petites pourraient voir s'aggraver les difficultés qu'elles éprouvent déjà à se financer par émissions d'actions. Si tel était le cas, il devrait alors y avoir une plus grande demande pour les actions cotées à la *New York Stock Exchange* que pour les actions de la NASDAQ, et cela devrait se traduire par un accroissement plus grand de l'indice Dow Jones ou de l'indice NYSE que de l'indice NASDAQ dans un marché haussier – et, inversement, d'une diminution plus petite, dans un marché baissier.

Comme on peut le voir dans le graphique 3-5, les indices boursiers et les indices hors bourse se suivent de près entre 1982 et 1985; toutefois, en 1986 et au début de 1987, les indices Standard and Poor's et Dow Jones ont augmenté beaucoup plus rapidement que l'indice NASDAQ, tandis qu'en 1987, l'indice NASDAQ a enregistré une diminution beaucoup plus prononcée. Même s'il ne fait aucun doute que d'autres facteurs ont joué dans la hausse plus rapide des indices boursiers – notamment la multiplication des fusions et des prises de contrôle qui ont touché un certain nombre d'entreprises cotées à la *New York Stock Exchange* – les données ne sont pas incompatibles avec l'hypothèse que les gestionnaires de portefeuilles privilégient les actions de sociétés pour lesquelles il existe des marchés à terme normalisés et des marchés d'options bien développés.

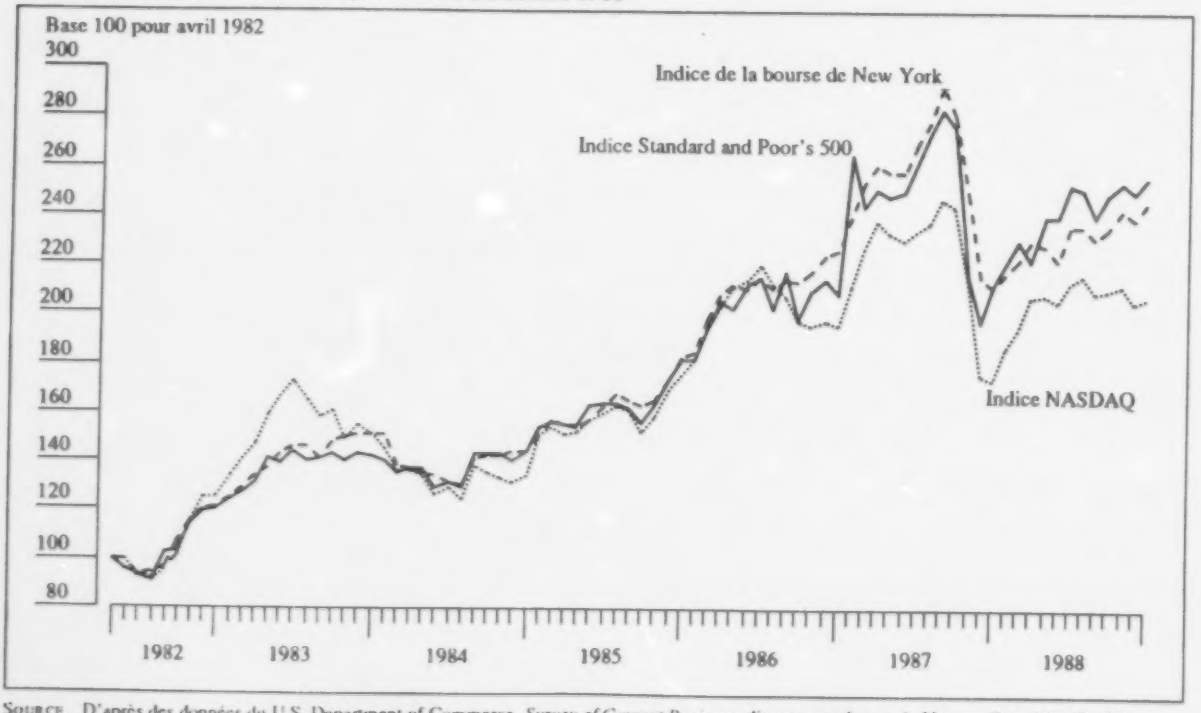
L'incidence globale

Les contrats à terme, les contrats à terme sur taux d'intérêt, les options et les contrats à terme normalisés permettent aux investisseurs, aux emprunteurs et aux institutions d'avoir le niveau d'exposition aux risques qu'ils recherchent quand ils veulent se couvrir ou spéculer. L'exportateur ou l'importateur qui couvre ses transactions commerciales en recourant à ces instruments a un avantage sur ses concurrents. Il en est de même de la banque qui couvre son exposition dans le marché à terme normalisé. En ce sens, les nouveaux instruments peuvent améliorer l'efficacité de la fonction d'intermédiation des risques du système financier.

Mais si les banques et les autres fournisseurs spéculent aussi avec les nouveaux instruments, ils augmentent leur exposition aux risques. Compte tenu du rôle déterminant du système financier dans une économie et de la protection spéciale fournie par l'assurance-dépôts, cette prise de risques accrus est susceptible d'entraîner des coûts sociaux. Ces coûts pourraient être évités par un contrôle adéquat des institutions financières – qui est, ici, fonction du degré de transparence des opérations. Les organismes de surveillance ne sont pas encore parvenus à rattraper le développement des nouveaux instruments; et il n'existe pas suffisamment de données antérieures pour déterminer comment ces instruments ont été utilisés. Rien ne porte vraiment à croire qu'ils rendent les marchés plus volatils, mais il est encore trop tôt

Graphique 3-5

Indices boursiers aux États-Unis, avril 1982-décembre 1988



SOURCE D'après des données du U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, diverses années; et de Nomura Securities Co. Ltd., *Manual of Securities Statistics*, 1987.

pour évaluer leur utilisation principale – c'est-à-dire comme instrument de couverture ou de spéculation – et leur incidence sur la stabilité du système financier.

Les instruments et les procédés d'arbitrage

Les swaps et les transactions « programmées » sont principalement des instruments et des procédés qui permettent un arbitrage entre différents marchés – par exemple, entre différentes devises ou différents instruments, ou entre un produit dérivé et l'instrument qu'il vise. Par l'**arbitrage**, ces instruments élargissent aussi les marchés et aident à gérer les risques.

L'arbitrage permet aux intervenants de tirer avantage des écarts de prix entre les marchés dans le but de faire des profits (gain en capital ou réduction globale du coût de financement). Par exemple, si le prix des actions de Bell Canada est plus élevé à la bourse de Montréal qu'à celle de Toronto, les arbitragistes achèteront des actions à Toronto et les vendront à Montréal, réalisant ainsi un profit rapide. Ce faisant, ils contribuent à améliorer l'efficacité du marché en faisant converger deux prix qui ne devraient pas différer. Si le prix d'un contrat à terme normalisé sur actions n'est pas aligné sur celui des actions visées par ce contrat, les arbitragistes les ramèneront à l'alignement en transigeant simultanément sur le marché des actions et sur le marché à terme normalisé. Ils participent ainsi à un arbitrage sur indice boursier. Si les coûts relatifs d'emprunt de deux sociétés sont différents dans deux marchés – par exemple, si l'écart entre les taux d'intérêt est de 2 points de pourcentage dans un marché et de 3 points dans l'autre – ou si une société n'a pas accès au marché de l'autre, chaque société empruntera dans le marché où elle a un avantage comparatif, puis échangera ses paiements d'intérêt avec l'autre. Elles font ainsi un arbitrage entre des marchés par un swap.

Les swaps

Un swap est un échange d'actifs, ou de flux de paiements liés à un actif ou à un passif, entre deux parties. Cet échange devient possible quand chaque partie peut avoir accès à un marché particulier à de meilleures conditions que l'autre. Les avantages comparatifs sont ensuite partagés par les deux parties et, le cas échéant, par l'intermédiaire qui a organisé l'opération. Les swaps permettent aux emprunteurs d'obtenir du financement en utilisant tout un éventail d'instruments nouveaux ou classiques, puis en dissociant les risques de prix associés à la devise ou au taux d'intérêt dont ils ne veulent pas. Les deux catégories de swaps qui nous intéressent plus particulièrement ici sont les swaps de devises et les swaps de taux d'intérêt (voir encadré).

Les swaps de devises

La plupart des swaps de devises sont liés à des emprunts à l'étranger. Il se présente des occasions d'arbitrage entre des marchés situés dans différents pays lorsque des emprunteurs font face à des taux d'intérêt différents, correction faite pour tenir compte des fluctuations attendues des taux de change. Ces écarts peuvent être attribuables aux différences qui existent entre les divers régimes fiscaux ou à des perceptions différentes de la solvabilité de chaque emprunteur[18]. Par exemple, certains investisseurs pourraient demander, pour la même société, des primes de risque différentes dans le marché des euro-obligations en dollars et dans le marché des euro-obligations en d'autres devises.

Autrefois, les banques et les maisons de courtage en valeurs mobilières agissaient seulement comme intermédiaires pour trouver une contrepartie dans chaque opération. Mais aujourd'hui, les grandes banques américaines, britanniques et suisses, de même que les grandes maisons de courtage américaines font elles-mêmes des swaps : elles ne recherchent pas immédiatement une contrepartie et sont prêtes à faire des swaps de devises à même leur portefeuille.

Jusqu'en 1985, les swaps portaient la plupart du temps sur le dollar US et le franc suisse (tableau 3-6). Cela n'est pas surprenant, étant donné l'importance de la devise américaine sur les marchés internationaux et du franc suisse dans les emprunts à l'étranger. Depuis 1985, toutefois, le yen japonais est devenu la devise préférée pour les swaps.

Les swaps de taux d'intérêt

Les gains à tirer des swaps de taux d'intérêt sont décrits dans l'encadré. Les économies de coûts proviennent du fait que les deux contreparties n'ont pas la même cote de solvabilité et que les écarts sont plus prononcés sur le marché à taux fixe que sur le marché à taux variable, ce qui n'a rien pour surprendre étant donné que le risque de crédit est plus grand dans le cas d'un prêt à long terme que dans celui d'un prêt à court terme. Par conséquent, on demande des émetteurs dont la cote de solvabilité est faible une prime plus grande sur le marché du crédit à taux fixe que sur le marché à taux variable.

Le volume

Les données fiables sur les swaps sont rares. Ces transactions ne sont pas déclarées systématiquement par les intermédiaires financiers, en particulier parce qu'on

Les swaps

Un swap de devises porte sur des paiements d'intérêts dans deux devises différentes. Les parties peuvent aussi s'échanger les montants du principal à un taux de change négocié. À échéance, les montants du principal seront rééchangés par un swap à un taux de change prédéterminé.

Dans un swap de taux d'intérêt, les deux contreparties s'échangent des paiements d'intérêts sur un élément d'actif théorique (ou hypothétique) – habituellement un flux de paiements à taux fixe pour un flux de paiements à taux variable. Dans un swap de taux d'intérêt entre devises, c'est la même chose qui se produit, sauf que les paiements sont effectués dans deux devises différentes. Le montant du principal demeure avec les parties originales, et seuls les paiements d'intérêts sont échangés. Les swaps de taux de référence sont un échange de paiements d'intérêts à taux variable calculés d'après un taux de référence pour les paiements d'intérêts à taux variable dans la même devise, mais calculés d'après un autre taux de référence. On échange, par exemple, le TIOL (taux interbancaire offert à Londres) en dollars contre le taux du papier commercial libellé en dollars.

* * * * *

Les swaps – en particulier les swaps de taux d'intérêt – sont des engagements hors bilan pour beaucoup d'institutions financières, parce qu'ils ne comportent le paiement d'aucun principal, mais seulement l'échange des paiements d'intérêts. Comme tels, ils ne figurent ni dans les éléments d'actif ni dans les éléments de passif des institutions. Cela ne signifie pas pour autant qu'il ne comporte pas de risque de crédit ni de risque de manquement aux engagements. En effet, la performance de la contrepartie dépend de sa capacité de faire honneur, en tout temps, à ses obligations en vertu du contrat. L'institution qui a fait un swap avec cette contrepartie court le risque de devoir reconstruire le swap ou conclure un swap avec une autre contrepartie à des conditions moins favorables. Il s'agit toutefois ici d'un risque de prix qui est lié au risque de crédit de la contrepartie.

Différentes mesures peuvent être appropriées – le risque auquel s'expose l'institution financière ou le montant d'affaires en jeu dans le swap. Par exemple, on peut vouloir connaître le montant du principal sur lequel le swap est fondé – ce qu'on appelle parfois le principal « théorique ». On pourrait également vouloir déterminer les risques auxquels s'exposent les institutions financières ou les pertes qu'elles risquent de subir au cas où une contrepartie manquerait à ses engagements. Le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada s'emploie actuellement à essayer de définir ce qui serait la mesure la plus appropriée du point de vue de la prudence et de la surveillance. Certaines des mesures avancées par l'*International Swap Dealers Association*, par exemple, ont le défaut de compter deux fois le même montant. Autrement dit, le même montant compris dans deux transactions opposées – de la première contrepartie au courtier, et du courtier à la seconde contrepartie – serait compté deux fois. Seules les transactions entre courtiers sont calculées une seule fois.

commence à peine à mettre au point des procédures pour mesurer les engagements hors bilan. Selon les résultats d'un récent rapport du FMI, on estime le volume des swaps de devises et de taux d'intérêt à plus de 500 milliards de dollars en 1986[19]. Plus récemment, d'après les résultats d'une enquête effectuée par l'*International Swap Dealers Association*, le marché des swaps de taux d'intérêt se chiffrait à 250 milliards de dollars US pour la première moitié de 1988. Le volume sur le marché des swaps de devises a été évalué à 120 milliards de dollars US, sur un nombre de transactions nettement inférieur, soit 3 697, contre 12 617 pour les swaps de taux d'intérêt.

La proportion des titres émis sur les marchés internationaux qui font l'objet de swaps est toutefois plus révélatrice de l'importance croissante de ce type d'instrument. On estime ainsi qu'au cours du premier trimestre de 1989, environ la moitié des euro-obligations à taux fixe ont fait l'objet de swaps – par rapport à 33 % en 1987 et à 39 % en 1988. Presque toutes les émissions en ECUS (*European-currency unit* : unité monétaire européenne), plus de 90 % des émissions libellées en dollars australiens et plus de 75 % des émissions libellées en dollars canadiens ont fait l'objet de swaps avec une autre devise.

On peut aussi mesurer le développement du marché des swaps par le volume des engagements en swaps des institutions financières. Celui des banques américaines, par exemple, a augmenté de près de 225 % entre le 31 décembre 1985 et le 30 septembre 1987 (tableau 3-7). Les six plus grosses institutions pour ce qui a trait au volume de swaps – Citibank, Chemical Bank, Bankers Trust, Manufacturers Hanover, Morgan Guaranty et Chase Manhattan Bank – représentent à elles seules plus de la moitié des engagements. Au Canada, les engagements en swaps de quatre grandes banques de l'Annexe A pour lesquelles des données sont rendues publiques totalisaient 50 milliards de dollars canadiens en 1986 et 86 milliards en 1987, soit une augmentation moyenne comparable à celle qui a été observée aux États-Unis pendant la même période.

Tableau 3-6

Émission primaire fondée sur des swaps, selon la devise utilisée, 1981-1986

En millions de dollars US

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Dollar australien	--	--	--	132	1 850	3 382
Schilling (Autriche)	--	--	--	41	53	--
Franc belge	--	--	--	--	--	117
Livre sterling	--	--	77	355	404	438
Dollar canadien	61	71	174	330	722	1 444
Florin (Pays-Bas)	--	--	--	33	--	91
Couronne danoise	--	--	--	--	105	61
Deutsche mark	--	--	197	132	1 034	1 244
Unité monétaire européenne (ECU)	--	--	432	839	2 927	2 638
Franc français	86	--	--	--	167	334
Lire	--	--	--	--	--	35
Yen	--	144	--	282	5 524	10 481
Franc luxembourgeois	--	--	--	--	36	45
Dollar néo-zélandais	--	--	7	--	889	736
Couronne suédoise	--	--	--	--	--	43
Franc suisse	70	514	1 047	1 296	2 226	4 874
Dollar US	716	1 511	1 520	2 449	3 400	8 675
Total	933	2 240	3 454	5 889	19 337	34 638

SOURCE J. Lipsky, E. Evans et S. Elhabashi, *New Issue Activity in International Bond Markets – 1986-87 Review and Outlook*, New York, Salomon Brothers, Inc., février 1987.

Un exemple de swap de taux d'intérêt

Deux sociétés – l'entreprise A, jouissant d'une cote AAA, et l'entreprise B, ayant une cote BBB – ont besoin de capitaux. La première désire un emprunt à intérêt variable, tandis que la seconde désire un emprunt à intérêt fixe. Vu sa meilleure cote de solvabilité, l'entreprise A peut obtenir des fonds à des conditions plus avantageuses que l'entreprise B, aussi bien sur le marché des prêts à taux fixe que sur le marché des prêts à taux variable. Malgré l'avantage réel échéant à l'entreprise A, il existe néanmoins ici une occasion d'arbitrage : chacune des deux sociétés peut réaliser une certaine économie en recourant au marché sur lequel elle détient le plus grand avantage de coût relatif, ou le plus petit désavantage de coût relatif. Les deux entreprises peuvent donc procéder à un swap de taux d'intérêt.

L'entreprise A empruntera à 10,8 % sur le marché à taux fixe et transférera ensuite ce prêt à l'entreprise B au taux de 10,9 %, soit un taux de 10 points de base plus élevé que son coût réel mais de 110 points de base inférieur à ce qu'il en aurait coûté à l'entreprise B pour emprunter sur le marché à taux fixe.

En même temps, l'entreprise B empruntera sur le marché à intérêt variable au taux interbancaire offert à Londres (TIOL) plus 0,75 %, et transférera ensuite le prêt à l'entreprise A en absorbant elle-même le coût des 75 points de base.

Comme résultat de cet échange, l'entreprise A économisera 25 points de base sur l'intérêt de son prêt à taux variable – étant donné qu'elle peut emprunter au TIOL plus 0,25 % – auxquels s'ajoutent les 10 points de base qu'elle reçoit de l'entreprise B en lui imposant une prime sur son prêt à taux fixe, pour une épargne totale de 35 points de base.

Quant à l'entreprise B, elle économisera 110 points de base sur son emprunt à taux fixe, moins les 75 points de base que lui coûte le transfert à l'entreprise A de son emprunt à taux variable à un prix inférieur à son coût de revient, pour une épargne totale de 35 points de base.

Ces calculs ne tiennent pas compte de la commission perçue par l'intermédiaire des deux côtés de la transaction.

Tableau 3-7

Engagements des banques américaines sous forme de swaps, 1985-1987[1]

En milliards de dollars US

	Swaps
Décembre 1985	186
Mars 1986	220
Juin 1986	266
Septembre 1986	314
Décembre 1986	366
Mars 1987	451
Juin 1987	520
Septembre 1987	602

1 À la fin des mois indiqués.
SOURCE Federal Reserve System, *Call Report*, 1988.

La situation au Canada

Beaucoup de sociétés canadiennes utilisent les swaps en relation avec leurs emprunts en devises étrangères. Dès qu'elles ont des devises étrangères, elles les reconvertissent immédiatement par un swap en dollars canadiens, à moins qu'elles en aient besoin pour financer des opérations ou des acquisitions dans d'autres pays. En général, les sociétés non financières n'aiment pas être exposées aux risques associés aux devises, et elles ont recours aux swaps pour s'en prémunir.

Le gouvernement du Canada a conclu un accord de swap avec une institution financière canadienne pour la première fois au mois de février 1988. L'accord comportait deux swaps – un pour 100 millions de dollars sur cinq ans et l'autre pour 200 millions de dollars sur quatre ans environ. Le gouvernement échangeait des paiements à taux fixe pour des paiements à taux variable. La contrepartie bénéficiait de la cote de solvabilité élevée du gouvernement et du fait que celui-ci a accès à des capitaux à meilleur marché. On estime qu'en obtenant un meilleur taux variable, le gouvernement fédéral économisera environ 2 millions de dollars par année sur une transaction de 300 millions de dollars.

Un certain nombre de gouvernements provinciaux sont déjà actifs sur le marché des swaps (voir encadré). La participation du gouvernement fédéral améliorera la liquidité de ce marché et permettra aux emprunteurs situés en dehors du secteur public de réaliser des économies de coûts en bénéficiant de sa cote de solvabilité élevée.

Les banques – en particulier celles de l'Annexe B – maintiennent une grande activité sur le marché des swaps en dollars canadiens et en dollars US. Avant d'être achetées graduellement par les banques, les maisons de courtage canadiennes, par manque de capital, ne faisaient généralement pas de swaps pour leur propre compte et cherchaient plutôt une contrepartie quand un client leur demandait d'arranger un swap.

Les risques

En permettant de mieux apparier l'échéance et la structure de taux d'intérêt particulière des éléments d'actif et de passif, les swaps réduisent le prix que doivent payer les institutions financières ou le risque associé aux taux d'intérêt auquel elles sont exposées. En revanche, toutefois, ils comportent un risque de crédit, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie manque à ses engagements.

Si tel est le cas, la perte subie par l'autre partie au swap correspond à ce qu'il en coûte pour repasser un contrat de swap similaire avec une autre partie. Ce coût dépendra du mouvement des taux d'intérêt ou des devises durant la période entre la signature du premier swap et la signature du nouveau contrat. Il se peut que le coût soit nul si les marchés évoluent dans un sens favorable, mais, au contraire, qu'il soit sensiblement élevé si les taux d'intérêt ou les devises ont fluctué de façon défavorable. Le coût de remplacement est égal à la valeur actualisée de la différence entre le taux d'intérêt original et le nouveau taux d'intérêt dans le swap de remplacement. La perte à prévoir – c'est-à-dire le coût occasionné par la conclusion d'un nouveau contrat, multiplié par la probabilité de non-paiement – est toutefois difficile à évaluer, parce qu'elle dépend du moment où il y aurait non-paiement et qu'on ne dispose pas de données antérieures suffisantes pour le préciser.

De façon générale, le risque de crédit d'un swap dépend d'un certain nombre de facteurs : la cote de solvabilité de la contrepartie, la corrélation entre la valeur du swap et les taux d'intérêt, la volatilité des taux d'intérêt, la fréquence des paiements, la date d'échéance du swap et l'existence ou non de garanties. Le risque de crédit diffère aussi selon qu'il s'agisse d'instruments à taux variable ou d'instruments à taux fixe. Dans le premier cas, les payeurs sont habituellement d'entreprises ou d'organismes gouvernementaux de très grande importance, qui jouissent d'une bonne cote de solvabilité. Il en va en général autrement dans le second cas – les instruments à taux fixe –, où les payeurs sont habituellement des sociétés dont la cote de solvabilité est faible. Il a néanmoins été prouvé que les swaps comportaient un risque de crédit moindre que les prêts[20].

Si le courtier (ou le gestionnaire de portefeuille) a couvert complètement sa position en concluant deux swaps

Les avantages des instruments de gestion des risques : un exemple canadien

Prenons l'exemple du Manitoba pour illustrer les avantages que peut offrir à un emprunteur l'utilisation d'instruments de gestion des risques.

En 1982-1983, le Manitoba a passé un contrat sur taux de change qui convertissait une dette de 12 milliards de yens en une dette de 52,5 millions de dollars US. Entre ce moment-là et 1987, le yen s'est apprécié, pour augmenter d'environ 85 % par rapport au dollar canadien, tandis que le dollar US, lui, s'appréciait de quelque 7 % par rapport au dollar canadien. Si la province n'avait pas conclu cette entente, elle aurait dû payer les intérêts sur sa dette en yens plutôt qu'en dollars US mais, étant donné que l'appréciation du yen a été infiniment plus forte que celle du dollar US, la province a réalisé, en 1987, une économie de 4,8 millions de dollars canadiens en paiements d'intérêts.

Ce genre de couverture permet d'éviter des pertes si les taux de change évoluent de façon défavorable à l'emprunteur. Mais si les taux de change bougent de façon favorable, la couverture aura fait perdre un gain en capital. Le gouvernement du Québec, par exemple, a passé plus de contrats sur devises étrangères que le gouvernement du Manitoba. Même si, dans l'ensemble, il a eu raison de se couvrir dans certaines transactions, il aurait mieux fait de ne pas utiliser les contrats sur devises puisque le taux de change a évolué en sa faveur. Mais les sociétés non financières et les gouvernements ne sont justement pas dans le secteur financier, et il est important pour eux d'obtenir un certain rendement sur les produits qu'ils vendent ou de connaître avec un peu de certitude ce que leurs emprunts leur coûtent.

concordant parfaitement l'un avec l'autre, avec des revenus d'intérêts égaux aux paiements d'intérêts, les taux d'intérêt ne présentent aucun risque. Par contre, si sa position de swap est ouverte – autrement dit, s'il n'a pas équilibré sa position avec un swap opposé –, la possibilité d'un risque associé aux taux d'intérêt demeure. Comme les courtiers gagnent leur vie en gardant des positions ouvertes, ils sont justement exposés à un risque lié aux taux d'intérêt. Ce sont des spéculateurs agissant comme contrepartie de sociétés ou de gouvernements qui se couvrent en faisant des swaps de taux d'intérêt et de devises. Il existe aussi d'autres mécanismes de couverture, notamment les titres, les contrats à terme normalisés et même certains instruments à taux variable, qui protègent les courtiers contre les fluctuations des taux d'intérêt.

Il ne fait aucun doute que ces risques peuvent être gérés, mais on ne sait pas exactement dans quelle mesure les gros courtiers de swaps disposent de mécanismes internes adéquats pour contrôler leur risque de position. En outre, les organismes de réglementation ont beaucoup de mal à surveiller ces courtiers ou même les utilisateurs de swaps, à cause du manque de transparence de ces transactions, lesquelles ne figurent pas au bilan de ceux qui les effectuent. Par ailleurs, autre problème possible, les swaps mettent souvent en relation des contreparties de nationalités différentes et sont libellés en devises différentes. On ne sait pas non plus exactement dans quelle mesure un contrat de swap a force exécutoire dans différents pays. Jusqu'ici, aucun de ces aspects n'a été approfondi, étant donné qu'on n'a pas encore enregistré d'importants manquements aux engagements de la part d'une contrepartie à un swap.

L'incidence globale

À en juger par l'essor rapide des swaps ces dernières années, il y a lieu de croire que ces instruments répondent à un besoin réel. Ils permettent de faire l'arbitrage, sur les différents marchés, des devises ainsi que des taux d'intérêt variables contre des taux fixes et d'exploiter les différences sur le plan de la perception des risques et de l'information sur les emprunteurs, de même que les divergences en matière de régime fiscal et de réglementation. De façon générale, ces différences affaiblissent l'efficacité globale des marchés financiers pour la société, parce qu'elles limitent l'accès aux marchés. Grâce à leur rôle d'arbitrage, les swaps, au contraire, accroissent l'accès aux marchés et, ce faisant, contribuent à en améliorer l'efficacité. Du même coup, ils stimulent l'activité sur les divers marchés et ont donc pour effet d'élargir ces derniers. En outre, ils permettent aux emprunteurs et investisseurs d'obtenir des devises ou des taux d'intérêt sur les marchés qu'ils veulent. En ce sens, les swaps contribuent à la gestion des risques. Ils diminuent le coût de financement pour les emprunteurs en rompant le lien qui existe entre, d'une part, la forme et le lieu de l'emprunt et, d'autre part, la forme dans laquelle les fonds doivent être obtenus. Les swaps présentent certains risques associés au remboursement et à la variation des prix, mais ces risques sont moins grands que ceux que comportent les obligations et les prêts classiques.

En général, donc, les swaps améliorent l'efficacité de l'intermédiation financière, de la gestion des risques et de l'ensemble de l'économie. En dissociant la forme et le lieu de l'emprunt de la forme dans laquelle les fonds sont requis,

ils ont révolutionné le monde de la finance, aucun autre instrument financier ne pouvant jouer le même rôle. Par exemple, un emprunteur qui a besoin de dollars canadiens pourrait emprunter des yens puis, en ayant recours aux options ou aux contrats à terme normalisés, se protéger contre le risque de change, mais ce genre de couverture ne vaudrait que pour une période plus courte que celle permise pour un swap. Par ailleurs, ce qui est plus important, c'est que le recours à des options ou à des contrats à terme normalisés ne fait que transférer le risque de position à quelqu'un d'autre qu'il faut payer pour assumer le risque en question. Dans un swap, par contre, comme chaque partie se retrouve dans la position qu'elle recherche en obtenant le financement (ou le placement) au taux d'intérêt et dans les devises voulus, il n'est plus nécessaire de payer quelqu'un pour assumer les risques. C'est pourquoi on peut dire que l'avènement des swaps est presque aussi important que le développement de l'intermédiation financière elle-même, qui a rompu le lien étroit entre l'épargne et l'investissement.

Les opérations programmées

Les **opérations programmées** sont une technique d'arbitrage – du moins suivant la plus récente acception du terme – qui permet également d'élargir les marchés et de gérer les risques. L'expansion des marchés de produits dérivés a donné une dimension nouvelle à deux composantes de cette technique, à savoir l'arbitrage sur indices boursiers et la couverture de portefeuille.

L'arbitrage sur indices boursiers

À l'origine, l'expression « opérations programmées » désignait toute stratégie d'achat ou de vente portant simultanément sur un grand nombre d'actions. Depuis, son emploi a évolué pour désigner maintenant l'**arbitrage sur indices boursiers**, une forme d'arbitrage par laquelle des intervenants prennent une position sur le marché sur indices boursiers et sur le marché au comptant, en vue de tirer profit des déséquilibres de prix.

Le volume des transactions traitées par le système informatisé (système DOT) de la bourse de New York, qu'utilisent la plupart des arbitragistes, est dans une certaine mesure révélateur de l'ampleur de l'arbitrage. Ainsi, au moins 95 % des opérations programmées sont généralement effectuées au moyen du système DOT. Le 10 mars 1987, les opérations programmées représentaient 4,5 % des ordres exécutés au moyen du système DOT, tandis que le 19 juin 1987 – une date de règlement sur le marché des contrats à terme normalisés –, la proportion de ces opérations s'élevait à 55,6 %. Le 19 octobre 1987 (le « lundi noir » du krach), les opérations programmées représentaient 28,1 % des ordres exécutés par le système DOT. En moyenne, les ordres des arbitragistes correspondaient à 18 % des ordres effectués par le système DOT et à environ 4 % du volume des actions traitées[21]. Au Canada, l'arbitrage sur indices boursiers est presque inexistant, à cause de l'absence de marchés organisés pour les produits dérivés.

La couverture de portefeuille

Souvent, on considère que les opérations programmées comprennent une technique dite de **couverture de portefeuille**, que la *Securities and Exchange Commission* définit comme un processus rigoureux d'achat ou de vente qui est déclenché par des paramètres préétablis qui sont liés à une importante fluctuation du marché[22]. La réussite d'une stratégie de couverture de portefeuille suppose le déclenchement automatique de la vente à certains niveaux et l'existence d'un marché suffisamment liquide où la vente peut s'opérer sans engendrer une trop grande fluctuation.

La formation de marchés pour les produits dérivés a revitalisé la couverture de portefeuille en permettant que les ajustements s'effectuent sur les marchés à terme normalisés. Le rééquilibrage d'un portefeuille peut en effet devenir très coûteux s'il doit se faire sur le marché au comptant. Lorsqu'est atteint le point déterminant sur un marché à la baisse, le gestionnaire de portefeuille peut décider de vendre des contrats à terme normalisés et de prendre une option sur indices boursiers, ce qui réduit la part d'actions dans le portefeuille. Si les cours des actions se redressent, le gestionnaire peut annuler sa position (c'est-à-dire, racheter le contrat). La vente et l'achat subséquent d'un contrat à terme normalisé sont beaucoup moins coûteux que la vente et l'achat des actions en cause. En outre, lorsqu'un gestionnaire prévoit un déclin de longue durée, la vente de contrats à terme normalisés devient une solution temporaire en attendant qu'il lui soit possible de vendre les actions sous-jacentes et d'annuler sa position sur le marché à terme normalisé. Selon les estimations, cette technique a été utilisée pour la couverture d'actifs d'environ 80 milliards de dollars contenus dans d'importants portefeuilles aux États-Unis avant le krach d'octobre 1987[23]. Ce montant représente seulement environ 5 % de l'actif détenu par les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, qui sont les institutions les plus susceptibles d'utiliser des techniques de ce genre. Au Canada, le montant de l'actif ainsi couvert est beaucoup moins élevé, pour ne pas dire négligeable.

es risques

Certains prétendent que l'arbitrage sur indices boursiers accentue la volatilité des marchés au comptant et, par le fait

même, l'instabilité des marchés financiers en général. Le krach boursier, que certains attribuent aux opérations programmées, a en particulier suscité de vifs débats, qui ont été alimentés par la publication de plusieurs rapports sur l'événement (voir l'appendice C). En conséquence, les autorités ont pris certaines mesures pour restreindre le volume et l'étendue des marchés à terme normalisés, de l'arbitrage sur indices et des opérations de couverture de portefeuille[24].

Certes, le volume des opérations d'arbitrage et de couverture de portefeuille a augmenté, mais on ne saurait attribuer à ces techniques et au marché à terme normalisé l'ampleur des coûts du krach, pour la simple raison qu'ils ne font qu'exprimer et effectuer la baisse de valeur déjà réalisée par les actionnaires. Si la variation subite d'un marché est attribuable à un facteur technique plutôt qu'à un aspect fondamental, les cours devraient bientôt se rétablir. Or, ce n'est pas ce qui s'est produit. Bien que la couverture de portefeuille ait contribué dans une large mesure aux événements qui ont mené à l'effondrement des cours en octobre 1987, certains ont soutenu, arguments convaincants à l'appui, qu'ils auraient réussi à rajuster ou à rééquilibrer leur portefeuille sur le marché au comptant si le marché à terme normalisé leur avait été fermé. On peut donc conclure que le marché à terme normalisé et les opérations programmées n'ont pas influé directement sur le marché au comptant et peuvent même avoir atténué les pressions qui s'y exerçaient.

Bien que l'arbitrage sur indices et la couverture de portefeuille n'aient pas provoqué la chute des cours en octobre 1987 ni accentué ou accéléré le phénomène, l'utilisation de ces techniques d'arbitrage n'en demeure pas moins controversée. Voilà en effet des techniques qui permettent de mieux gérer les risques lorsqu'elles sont utilisées pour adapter un portefeuille d'actions à la nouvelle conjoncture économique et financière, et qui contribuent aussi à l'élargissement des marchés en favorisant l'intégration du marché au comptant et de celui des produits dérivés. Mais leur évolution sera certainement ralentie, sinon stoppée, par la conviction qu'elles ont pour effet de déstabiliser les marchés.

Conclusion

De nombreux instruments ont été mis au point pour remédier à des problèmes précis. La titrisation des créances et la création des facilités d'émission d'effets et de l'euro-papier commercial visaient à pallier la baisse de la cote de solvabilité des institutions financières et le manque de liquidité des marchés des prêts hypothécaires et d'autres prêts, tandis que les swaps ainsi que les options et les contrats à terme normalisés sur devises et sur taux d'intérêt avaient pour objet de compenser la volatilité des taux d'intérêt et de change. Mais ces instruments ont eu des effets durables qui persisteront même si les facteurs qui ont contribué directement à leur mise au point venaient à disparaître. Les nouveaux instruments ont amélioré la liquidité des marchés, abaissé le coût de financement, haussé le rendement des investisseurs en fonction des risques et accru l'efficacité des institutions financières en leur permettant de concentrer leurs activités dans des segments où elles jouissent d'un avantage comparatif.

Deux catégories d'instruments présentent un intérêt particulier pour le Canada. D'abord, les créances titrisées, qui répondraient à deux grands besoins, celui d'augmenter la liquidité des marchés des prêts hypothécaires et des autres prêts et celui d'orienter les capitaux vers de nombreuses régions et de permettre aux institutions de diversifier leur portefeuille. Ensuite, les swaps, qui créeraient de nouvelles sources de capitaux pour de nombreux emprunteurs canadiens, surtout sur les marchés internationaux et étrangers.

Les nouveaux instruments et les nouvelles pratiques que nous venons de décrire offrent, au mieux de notre connaissance, des avantages nets à la fois pour les utilisateurs et pour les producteurs, ainsi que pour l'économie canadienne en général. L'utilisation accrue des innovations peut certes comporter de plus gros risques pour certains intervenants et il est vrai que les autorités chargées de la réglementation commencent à peine à savoir évaluer les risques et à y faire face. À cet égard, il importe tout particulièrement de se pencher sur la diminution de la transparence du système financier qu'occasionne l'utilisation de certains de ces instruments et qui pourrait cacher d'importants liens d'interconnexion et de dépendance entre les institutions financières. Il se pourrait alors que des intervenants du marché assument de trop gros risques, à l'insu des organismes de réglementation ou des autres intervenants. Toutefois, puisque ces instruments et ces pratiques avantagent à la fois les utilisateurs des services financiers et les institutions financières, et puisque les autorités chargées de la réglementation apprennent à maîtriser les risques, il est peu probable que ces innovations disparaissent, d'autant plus que de nombreux nouveaux instruments ont aussi favorisé l'internationalisation des marchés financiers.

4 L'internationalisation des marchés financiers

Bien que l'internationalisation des marchés financiers soit un phénomène de la fin des années 70 et du début des années 80, il y a toujours eu une certaine interaction entre les divers marchés financiers nationaux, et voilà déjà plusieurs siècles que les capitaux franchissent les frontières et que les institutions exploitent des établissements dans plusieurs pays. D'ailleurs, aux XIV^{e} et XV^{e} siècles, l'activité bancaire était dans une large mesure axée sur les besoins des marchands qui commerçaient à l'étranger. Vestige de cette époque, par exemple, *Lombard Street*, au cœur de la *City*, doit son nom à la Lombardie, région de l'Italie d'où venaient les premiers banquiers à s'installer à Londres.

Pour le Canada, la circulation internationale des capitaux est depuis longtemps une réalité. Sa croissance économique a en effet été financée largement par des importations de capitaux, d'abord de la Grande-Bretagne, puis des États-Unis. Des banques canadiennes ont ouvert des bureaux à New York et à Londres peu de temps après leur création au début du XIX^{e} siècle. En outre, plusieurs compagnies d'assurance-vie canadiennes ont commencé à poursuivre des activités à l'étranger durant les années 1880. En fait, parmi les économies avancées, le Canada est l'un des pays dont le marché financier est ouvert depuis le plus longtemps au reste du monde.

Mais la mondialisation des activités financières, qui est maintenant une dimension si déterminante de l'économie mondiale contemporaine, va plus loin que les mouvements de capitaux ou l'ouverture de succursales bancaires à l'étranger, si importants que soient ces phénomènes. Avec les communications modernes et la plus grande ouverture des marchés financiers, les investisseurs, les emprunteurs et les institutions financières n'ont plus du tout la même attitude qu'il y a 15 ou 20 ans. Ils connaissent la conjoncture dans toutes les régions du monde et peuvent facilement se renseigner sur les possibilités et les risques qui existent loin de chez eux. Par conséquent, les investisseurs, les emprunteurs et les institutions financières de nombreux pays industrialisés, et d'ailleurs dans une moindre mesure, entretiennent d'importantes relations financières et commerciales avec leurs homologues des autres pays. Les répercussions d'événements à l'étranger se font rapidement sentir ailleurs, en particulier dans des pays dont l'économie est petite ou moyenne et ouverte, comme celle du Canada. Voilà essentiellement ce qui distingue le phénomène d'internationalisation des marchés financiers observé à la fin des années 70 et au début des années 80 de la situation antérieure.

Dans le premier chapitre, nous avons brièvement examiné certains signes de cette internationalisation croissante. Dans le présent chapitre, nous étoffons l'analyse de la croissance des marchés internationaux en décrivant les différentes manières de mesurer l'ampleur du processus de mondialisation et en présentant des données. À partir des tendances dégagées, nous examinons ensuite la performance des institutions financières canadiennes sur les marchés internationaux, notamment celle des banques et des maisons de courtage, de même que les conséquences du processus d'internationalisation pour les Canadiens. Nous présentons des données sur la dépendance déjà forte mais toujours plus forte du Canada à l'égard des capitaux des marchés internationaux, et nous évaluons le rôle de fournisseurs des institutions financières canadiennes sur les marchés mondiaux.

Le processus de mondialisation a été amorcé lorsque les emprunteurs, les prêteurs et les gestionnaires de portefeuilles ont pu se livrer à des opérations sur des marchés financiers extérieurs à leur pays, mais il a aussi été favorisé par un certain nombre d'événements et de facteurs. Nous examinerons d'abord les motifs qui poussent les agents économiques à recourir aux marchés internationaux, puis les facteurs propices.

Les motifs

Dans le passé, l'essor du commerce international a incité les institutions financières à poursuivre des activités à l'étranger; c'est la principale raison invoquée par les banques canadiennes pour ouvrir des filiales ou des agences à l'étranger et pour s'associer à des institutions financières dans d'autres pays. Mais le commerce international oblige aussi les importateurs et les exportateurs à gérer un portefeuille de devises étrangères et à se prémunir contre les mouvements défavorables des taux de change. C'est là un aspect qui a été particulièrement important pour l'économie canadienne, étant donné que le rapport des importations et des exportations au PIB est plus grand au Canada que dans beaucoup d'autres pays industrialisés occidentaux.

Toutefois, le plus grand recours aux marchés internationaux et étrangers[1] qui a été observé récemment tient dans une large mesure à deux autres facteurs importants. D'abord, les gouvernements, les sociétés et les institutions financières ont décidé d'aller chercher à l'étranger un financement à long terme et des fonds de roulement ou des occasions d'investir. Pour les emprunteurs, notamment, cette décision a été motivée par la recherche des sources de capitaux les moins coûteuses. Ensuite, les institutions financières et les autres détenteurs d'actif ont voulu diversifier leur portefeuille par des éléments d'actif étrangers afin de réduire leurs risques.

La disponibilité et le coût des fonds

En ayant accès aux marchés internationaux et étrangers, les grandes sociétés et certains gouvernements élargissent leurs possibilités d'emprunt et, parfois, peuvent mobiliser des fonds plus facilement et à meilleur coût que sur les marchés intérieurs. En effet, 85 % des répondants à notre enquête qui avaient emprunté à l'étranger ont invoqué le coût plus faible des capitaux comme l'une des principales raisons les y ayant incités[2].

Lorsqu'une société lance une importante émission d'obligations ou d'actions, elle doit tenir compte de l'effet que la taille de l'émission aura sur les prix d'acquisition. Ainsi, sur un marché de taille moyenne comme celui du Canada par exemple, une émission importante peut abaisser le prix du titre et, partant, accroître le coût des fonds pour l'emprunteur. En ayant accès à un certain nombre de marchés étrangers et internationaux, les sociétés peuvent puiser à un bassin d'épargne plus vaste, qui n'aurait pas été disponible au même prix sur le marché intérieur.

Naturellement, les fonds ne sont pas toujours moins coûteux sur un marché donné que sur un autre. Par exemple, l'avantage, sur le plan du financement, d'émettre des obligations à échéance de 10 ans et à cote AA sur l'euromarché européen plutôt que sur le marché américain peut parfois atteindre 20 points de base (un cinquième de point de pourcentage), mais il peut aussi se situer sur le marché intérieur. Au niveau du financement, donc, l'avantage peut passer d'un marché à un autre plusieurs fois par année[3].

La diversification des portefeuilles

Sur le plan du risque et du rendement, il est possible d'améliorer un portefeuille d'éléments d'actif intérieurs déjà bien diversifié en lui ajoutant des éléments d'actif étrangers. Le rendement d'un portefeuille ne contenant que des éléments d'actif intérieurs aura tendance à évoluer dans le même sens que la conjoncture économique intérieure. Dans la mesure où cette conjoncture économique de base n'est en général pas la même d'un pays à l'autre, le rendement de l'actif étranger aura tendance à s'écarter davantage de celui de l'actif intérieur. Par conséquent, la présence d'éléments d'actif étrangers dans un portefeuille peut permettre de réduire les risques liés à la conjoncture économique de base d'un pays et d'accroître le rendement pondéré en fonction du risque de l'ensemble du portefeuille. Plusieurs études ont corroboré les avantages que comporte la diversification internationale d'un portefeuille[4].

Les facteurs propices

La recherche des sources de capitaux les moins coûteuses et la diversification des portefeuilles ont été favorisées, à leur tour, par un certain nombre de facteurs sous-jacents. Par exemple, l'évolution de la structure de la réglementation dans certains pays et l'élimination des contrôles sur les capitaux ont eu des répercussions très sensibles sur les mouvements de capitaux dans le monde et ont accru les possibilités d'emprunt et d'investissement à l'étranger. À son tour, le processus de mondialisation a favorisé l'élimination de certaines mesures de contrôle et l'évolution de la réglementation dans certains pays. Les déséquilibres croissants entre les pays, auxquels ce processus n'est pas étranger, ont également été propices à une plus grande internationalisation, étant donné que les fonds devaient être transférés de pays excédentaires à des pays déficitaires. L'expansion des sociétés multinationales, la plus grande diffusion de l'information, la mise au point de certains instruments financiers nouveaux et la baisse des coûts des transactions due aux progrès des télécommunications et de l'informatique ont également joué un rôle.

L'assouplissement de la réglementation

Les modifications apportées à la réglementation des marchés financiers ont également réduit le coût des transactions internationales. La diversification des portefeuilles a été facilitée par l'assouplissement, dans de nombreux pays, de règlements qui remontaient à la Grande dépression. Le krach de 1929 et la crise qui a suivi ont gravement perturbé les marchés internationaux, comme tous les autres marchés du monde. Nombreux sont ceux qui ont attribué, au moins en partie, la piètre performance économique de l'entre-deux-guerres à l'« effet déstabilisateur » des mouvements internationaux de capitaux[5]. C'est pour cette raison que plusieurs pays ont adopté, durant la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, des mesures rigoureuses : contrôle des capitaux et des taux d'intérêt, réglementation des

marchés financiers et retenue d'impôt sur les intérêts et les dividendes versés à des non-résidents.

Avec les années, ces mesures ont été assouplies. Ainsi, en 1974, les États-Unis avaient éliminé toutes les mesures de contrôle des capitaux qu'ils avaient imposées durant les années 60. En 1984, ils abolissaient la retenue d'impôt sur les intérêts d'obligations des États-Unis détenues par des non-résidents. En 1981, l'Allemagne de l'Ouest levait les restrictions applicables à l'acquisition de ses obligations et d'instruments du marché monétaire par des non-résidents[6]. En 1979, le Royaume-Uni abolissait les contrôles des changes qui avaient été mis en place pour endiguer les sorties de capitaux, ainsi que les restrictions qui s'appliquaient aux prêts des banques britanniques, ce qui a ouvert aux emprunteurs étrangers le marché bancaire et le marché des valeurs mobilières en livres sterling. Vers le milieu des années 80, la France a amorcé une libéralisation notable des mouvements internationaux de capitaux et considérablement réduit son contrôle des changes. Enfin, le Japon a lui aussi assoupli sa réglementation et ses contrôles des capitaux.

L'abolition des mesures de contrôle des changes et des capitaux de même que des obstacles à la mise au point de certains types de transactions et d'instruments financiers a favorisé le processus d'internationalisation. Mais curieusement, les différences qui subsistent entre les pays sur le plan de la réglementation et de la fiscalité ont elles aussi favorisé ce processus, car les opérations d'arbitrage des intervenants du marché ont donné plus d'ampleur aux transactions internationales et étrangères. Par exemple, la retenue d'impôt souvent perçue, dans certains pays, sur les paiements d'intérêts versés à des étrangers sur les titres et les dépôts détenus dans ces pays a favorisé l'émission d'euro-obligations qui ne sont pas assujetties à de telles retenues. Les taxes de transfert sur les transactions de valeurs mobilières, comme celles qui existaient en Allemagne de l'Ouest et en Suisse il y a encore quelques années, incitent les sociétés à aller sur les marchés étrangers au lieu d'émettre des instruments sur les marchés monétaires et financiers de leur pays.

Des déséquilibres croissants

Les déséquilibres de plus en plus importants du compte courant de nombreux pays ont favorisé la circulation internationale des capitaux et l'intégration croissante des marchés financiers nationaux. Ces déséquilibres se sont formés au moment des crises du pétrole des années 70, qui ont abouti au transfert massif de revenus pétroliers aux pays producteurs de pétrole. Ces pays, surtout ceux du Moyen-Orient, ne pouvaient pas investir la totalité de ces fonds dans leurs économies et ont déposé leurs fonds excédentaires, qui étaient presque tous libellés en dollars US (les « pétrodollars ») dans les comptes d'euro-dollars des grandes banques, surtout sur le marché londonien.

Les banques ont dû ensuite recycler cet argent en l'investissant dans d'autres pays. C'est ainsi qu'on a vu se multiplier les prêts bancaires sur les marchés européen et international. Mais la demande de pétrodollars n'était pas très importante dans les pays industrialisés, surtout à cause du ralentissement occasionné par la hausse des prix du pétrole. Il a alors fallu recycler les fonds dans d'autres pays; des prêts importants ont donc été consentis à un certain nombre de pays en développement, qui ont ensuite trouvé difficile ou impossible de les rembourser à cause d'une chute des prix de leurs produits de base, un problème qui menace encore les bilans de nombreuses banques.

Durant les années 80, les prix du pétrole ayant baissé, il n'était plus aussi nécessaire de recycler les pétrodollars. À ce stade, toutefois, la formation de lourds déficits du compte courant aux États-Unis et de surplus au Japon et en Allemagne de l'Ouest avait entraîné une forte intensification des mouvements internationaux nets de capitaux. Cette tendance, à laquelle s'ajoutait la nécessité de financer les déficits budgétaires des États-Unis, a été à l'origine d'un accroissement considérable du volume des obligations du gouvernement américain vendues sur les marchés internationaux.

L'expansion des sociétés multinationales

L'essor des sociétés multinationales a aussi influé sur l'internationalisation des marchés financiers. Ces sociétés devaient financer leurs opérations en devises locales et, parce que certaines d'entre elles étaient très importantes par rapport à l'économie de leur pays d'origine, il leur fallait avoir accès à des sources de capitaux étrangères. Fortes de leur expérience internationale, elles étaient plus en mesure de trouver les fonds les moins coûteux sur divers marchés et de les transférer à certaines de leurs filiales qui en avaient besoin. Étant donné qu'elles étaient présentes sur plusieurs marchés en même temps, certaines multinationales ont pu, parfois, se soustraire aux contrôles financiers mis en place par plusieurs pays.

La diffusion de l'information

La présence d'importantes institutions financières, comme les banques et les maisons de courtage, sur de nombreux marchés du monde, de même que les remarquables

progrès des télécommunications, ont permis d'améliorer l'information qui existait sur les possibilités à l'étranger. L'information est à la fois un facteur de production clé et un produit clé de l'industrie de la finance. Les investisseurs qui veulent acheter des titres étrangers ont besoin de renseignements sur le risque de crédit et sur la politique du gouvernement du pays d'origine de ces titres. Ce genre d'information s'obtient plus facilement sur place, mais, depuis quelques années, elle est de plus en plus accessible à l'échelle mondiale également.

Des instruments nouveaux

Pour importante qu'elle soit, la disponibilité de l'information ne suffit pas, en soi, à faire augmenter les emprunts à l'étranger, ni à stimuler la diversification internationale des portefeuilles. Les emprunteurs et les investisseurs doivent également avoir accès aux marchés étrangers et internationaux, et pouvoir se prémunir contre certains risques que leur fait courir ce genre d'activité internationale.

La mise au point de nouveaux instruments a joué un rôle important à cet égard. Ainsi, les options, les contrats à terme normalisés et les swaps ont permis aux investisseurs de réduire le risque associé à des opérations en devises étrangères et sur les marchés étrangers, et ils ont incité les emprunteurs à se procurer des fonds dans la devise assortie du taux d'intérêt le plus bas. Les swaps ont également ouvert aux emprunteurs de nouveaux marchés. Ces nouveaux instruments, de même que la chute rapide des coûts de l'informatique et des télécommunications, ont grandement réduit les coûts des transactions internationales.

L'ampleur de l'internationalisation

À mesure que les emprunteurs, les investisseurs et les institutions financières adoptent une optique mondiale pour satisfaire leurs besoins financiers, les capitaux traversent les frontières en quantités de plus en plus importantes, la diversification internationale des portefeuilles s'intensifie, les taux d'intérêt s'uniformisent entre les pays et les ressortissants de nombreux pays se tournent vers les marchés internationaux et étrangers. Ces aspects de la mondialisation sont tous liés. Par exemple, du fait que les investisseurs peuvent diversifier leurs portefeuilles en ayant recours aux marchés internationaux, ils engendrent des mouvements internationaux de capitaux, lesquels favorisent l'uniformisation des taux d'intérêt entre les pays.

La circulation des capitaux

Il faudrait utiliser ici des données sur les mouvements bruts de capitaux, mais celles-ci sont difficiles à trouver. Les entrées et les sorties de capitaux témoignent de l'ampleur du phénomène d'internationalisation. Les mouvements nets – c'est-à-dire les sorties de capitaux moins les entrées – sont révélateurs des déséquilibres de plus en plus marqués qui existent entre les pays et ils permettent de mesurer la croissance d'un des facteurs qui sous-tend le processus d'internationalisation plutôt que de l'internationalisation proprement dite. Par exemple, un pays dont les marchés financiers sont fortement internationalisés peut enregistrer d'importantes entrées et sorties de capitaux mais, si son compte courant est équilibré, la valeur de ses mouvements nets de capitaux sera nulle.

Les chiffres pour le Canada, qui portent à la fois sur les mouvements bruts et nets de titres, sont éloquents. De 1978 à 1988, les échanges internationaux de titres canadiens en circulation, qui constituent un important élément des entrées et sorties de capitaux, se sont accrus de plus de 2 200 %, la majeure partie de cette augmentation s'étant produite depuis 1983 (tableau 4-1). Et les chiffres relatifs aux titres étrangers entrant au Canada sont presque aussi impressionnants (2 000 %).

Il est difficile de trouver des données de même nature pour tous les pays, mais les éléments de la finance internationale permettent de se faire une idée du taux de croissance des mouvements bruts de capitaux à l'échelle mondiale. Ainsi, les fonds mobilisés sur les marchés obligataires internationaux étaient presque six fois plus élevés en 1988 qu'en 1980, ce qui dépasse nettement le taux de croissance des fonds réunis sur les marchés obligataires intérieurs (graphique 4-1).

Ce ne sont pas seulement les pays dont le compte courant accuse un déficit qui cherchent des fonds sur les marchés internationaux. Les entreprises japonaises mobilisent actuellement plus d'argent en lançant des obligations sur les marchés financiers internationaux que sur leurs marchés intérieurs. Les investisseurs et les emprunteurs japonais se sont précipités sur le marché des euro-yens, qui leur offre un choix d'instruments plus vaste que le marché nippon. En outre, bien que les sorties de capitaux à long terme du Japon aient atteint 220 milliards de dollars US – surtout sous la forme de transactions de valeurs mobilières – en 1986 et durant les trois premiers trimestres de 1987, les entrées de capitaux à court terme, principalement par l'entremise des banques, totalisaient 119 milliards de dollars US[7]. Les Japonais se prêtent donc à eux-mêmes par l'entremise du système bancaire international plutôt que du système japonais. Cette forme d'« aller-retour » permet aux investisseurs japonais de se procurer les types de valeurs mobilières qu'ils désirent, et aux sociétés japonaises de financer leurs opérations de la façon la plus avantageuse.

Tableau 4-1

Montant brut des opérations sur valeurs mobilières entre des Canadiens et des non-résidents, 1978-1988

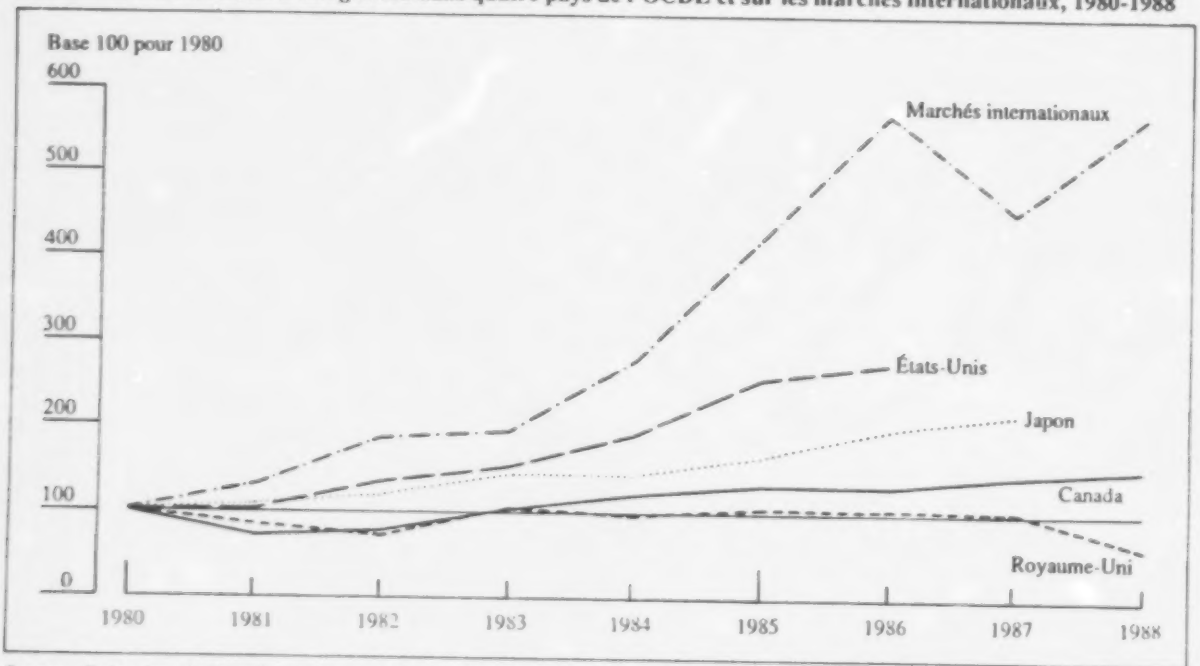
En milliards de dollars canadiens

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Valeurs mobilières canadiennes :											
Ventes à des non-résidents											
Émissions en circulation	2,62	5,85	10,18	7,60	7,55	10,29	15,11	29,01	52,11	67,68	66,43
Nouvelles émissions	6,52	5,25	5,54	14,08	16,39	10,73	9,68	15,07	26,51	18,98	20,68
Achats auprès de non-résidents											
Émissions en circulation	2,98	5,01	8,12	7,46	8,21	10,07	11,62	24,53	44,00	61,01	60,81
Émissions retirées	1,22	2,18	2,38	3,23	4,37	5,00	4,95	6,59	10,12	12,23	12,50
Valeurs mobilières étrangères :											
Vente à des non-résidents											
Émissions en circulation	2,54	3,06	5,74	6,75	5,58	10,53	20,78	36,69	53,56	97,20	53,36
Achats auprès de non-résidents											
Émissions en circulation	2,51	3,38	5,75	6,69	6,21	11,79	22,59	37,54	55,16	98,46	54,09

SOURCE Statistique Canada, *Opérations avec des non-résidents sur des valeurs mobilières*, n° 67-002 au catalogue, divers numéros.

Graphique 4-1

Croissance des émissions d'obligations dans quatre pays de l'OCDE et sur les marchés internationaux, 1980-1988



SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données de l'Organisation de coopération et de développement économiques et de la Banque du Canada.

Outre le fait que les mouvements de fonds se soient intensifiés sur les marchés internationaux, les types d'instruments utilisés ont beaucoup changé, surtout depuis le début des années 80. Le plus important de ces changements a été le recours croissant à des formes de prêts titrisés, comme les facilités d'émission d'effets, les effets à taux variable et l'euro-papier commercial, au détriment des prêts bancaires classiques (voir le graphique 1-3). L'apparition de ces nouveaux instruments a radicalement transformé les pratiques de la finance internationale et le degré de concurrence que se livrent les grandes banques et les maisons de courtage.

La diversification des portefeuilles

La diversification accrue des portefeuilles est un autre indicateur de l'internationalisation grandissante des marchés financiers.

La composition en devises

Les devises dans lesquelles sont émis les obligations et les prêts bancaires nous renseignent indirectement sur la diversification des portefeuilles parce qu'elles montrent jusqu'à quel point les emprunteurs et les investisseurs sont prêts à traiter dans des éléments d'actif libellés en devises de divers pays. On note à cet égard que, dans les années 80, le dollar US a perdu de l'importance tandis que d'autres devises en ont gagné.

Durant les années 80, les investisseurs et les institutions ont eu tendance à diversifier en d'autres devises leurs réserves, leurs obligations et leurs prêts internationaux. Cette tendance résulte de deux facteurs : d'abord l'effondrement du système de Bretton Woods, qui signifiait que les pays n'étaient plus obligés de fixer la valeur de leur monnaie par rapport au dollar; ensuite la poussée inflationniste de la seconde moitié des années 70 aux États-Unis, qui a ébranlé la solidité du dollar, caractéristique importante d'une monnaie de réserve. Le tableau 4-2 montre la diversification des devises qui s'est produite par la suite sur le marché obligataire.

Le deutsche mark et le yen sont les monnaies qui ont le plus profité de cette évolution. Le pourcentage des obligations internationales libellées en marks a plus que doublé durant la période. La monnaie ouest-allemande a été stable

Tableau 4-2

Répartition des émissions d'obligations internationales selon la devise, 1981-1988

En pourcentage

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Dollar US	82,3	83,9	78,3	80,2	70,9	62,9	41,3	42,5
Deutsche mark	4,5	6,5	8,1	5,3	7,0	9,1	10,7	13,4
Yen	1,3	1,2	0,5	1,5	4,8	9,9	16,1	8,9
Livre sterling	1,7	1,7	4,3	4,9	4,5	5,6	10,7	12,2
Franc français	1,6	–	–	–	0,8	1,9	1,3	1,4
Dollar canadien	2,2	2,4	2,1	2,6	2,1	2,7	4,3	7,3
Unité monétaire européenne	0,5	1,6	4,4	3,6	5,1	3,8	5,3	6,4
Autres devises	5,9	2,7	2,4	1,9	4,7	4,1	10,4	7,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

SOURCE Organisation de coopération et de développement économiques, *Statistiques financières*, divers numéros.

pendant de nombreuses années et, en fait, c'est en fonction d'elle que la valeur d'autres monnaies du système monétaire européen est fixée[8]. Par ailleurs, plus de 16 % des obligations internationales émises en 1987 étaient libellées en yens, comparativement à moins de 2 % avant 1985. Cette augmentation rapide s'explique principalement par les mesures de libéralisation adoptées ces dernières années par les autorités japonaises, qui ont accepté que le yen devienne une monnaie internationale.

Malgré sa dépréciation, le dollar US est resté la principale monnaie d'émission sur les marchés des facilités d'émission d'effets et de l'euro-papier commercial, représentant 86 et 92 %, respectivement, de l'ensemble des émissions durant la période 1983-1988.

La montée du yen et du deutsche mark est également attribuable à la plus grande disponibilité de capitaux dans ces deux monnaies. Le recours accru à diverses monnaies s'explique aussi par le fait que les nouveaux instruments de couverture – les swaps en particulier – permettent aux sociétés et aux gouvernements d'émettre des obligations dans la devise assortie du taux d'intérêt le plus avantageux sans avoir à supporter le risque de change. Cela a fait augmenter, par exemple, les émissions en dollars australiens et néo-zélandais, qui ont ensuite été recyclés en d'autres monnaies.

L'euro-marché du dollar canadien a lui aussi profité de ces changements. En 1988, la valeur totale des émissions s'élevait à 12,9 milliards de dollars canadiens comparativement à 2,1 milliards en 1984 et à 58 millions 10 ans plus tôt. La hausse des dernières années est liée à la vigueur du dollar canadien, aux taux d'intérêt attrayants sur les obligations et au développement des marchés canadiens des obligations et des swaps de devises. Néanmoins, le dollar canadien n'est pas encore une monnaie internationale et il est utilisé beaucoup moins souvent que le dollar US, le franc suisse, la livre sterling, le deutsche mark ou le yen. Les émissions en dollars canadiens sur les euro-marchés ne représentent qu'une faible proportion de l'ensemble des émissions et, pour la plupart, sont lancées par des emprunteurs canadiens.

Des actifs substituables

La substituabilité d'actifs libellés en monnaies de divers pays – c'est-à-dire le degré auquel les investisseurs et les institutions sont disposés à détenir des actifs libellés en devises étrangères sans exiger une prime de risque[9] – montre à quel point il est désormais facile de diversifier des portefeuilles. Les actifs d'un autre pays ou les actifs libellés dans la devise d'un autre pays peuvent être des substituts imparfaits pour les actifs du pays d'un investisseur pour plusieurs raisons : degré de liquidité de ces actifs, différences dans les régimes fiscaux et niveau du risque politique, du risque de crédit ou du risque de change. Mais, à mesure que les gestionnaires de portefeuilles diversifient leurs investissements à l'échelle mondiale et que l'information requise pour prendre des décisions d'investir est mieux comprise, il devient plus facile de bien évaluer et de bien couvrir les risques, ce qui accroît la substituabilité des actifs. Lorsque des actifs sont facilement substituables, leurs taux de rendement réels ont tendance à converger entre les pays. Par conséquent, plus les actifs sont substituables, plus les marchés financiers sont intégrés[10].

Plusieurs études révèlent que les obligations à long terme du Canada et des États-Unis seraient presque parfaitement

substituables les unes aux autres et que les marchés des deux pays seraient donc fortement intégrés. Le degré de substituabilité des actifs d'autres pays n'est cependant pas aussi grand[11].

Des écarts de moins en moins grands entre les taux d'intérêt

Avec l'intégration croissante des marchés financiers, les taux applicables aux dépôts et aux emprunts, une fois ajustés pour tenir compte de l'inflation, devraient converger, et les différences dans les coûts et les taxes d'exploitation devraient se traduire par des différences dans les profits et non pas dans les taux d'intérêt. Cette convergence des taux nationaux et des euro-taux sur la même devise se constate déjà sur le marché des dépôts en gros. Par exemple, le taux sur les dépôts aux États-Unis suit de très près celui des euro-dépôts en dollars US. Cela vaut aussi pour les monnaies du Royaume-Uni et du Japon (de même que pour celle du Canada). L'écart s'est également rétréci entre les taux de dépôt exprimés dans les monnaies nationales de ces pays et ajustés pour tenir compte de l'inflation. Il y aurait donc lieu de croire que l'intégration internationale serait déjà en voie de réalisation sur le marché des dépôts en gros.

Pour ce qui est des prêts, il est plus difficile d'évaluer l'ampleur de l'intégration, pour plusieurs raisons. Premièrement, il n'est pas aussi facile de distinguer, au plan statistique, les prêts au détail des prêts en gros. Deuxièmement, les prêts ne forment pas un produit aussi uniforme que les dépôts, et les taux peuvent comporter des différences qui n'ont rien à voir avec un manque d'intégration des marchés. Enfin, troisièmement, l'information joue un rôle important dans le crédit et il est coûteux d'obtenir cette information à distance.

Donc, même lorsque les marchés financiers sont libéralisés et que les taux applicables aux dépôts sont uniformes d'un pays à l'autre, les taux d'intérêt qui s'appliquent au crédit peuvent varier, comme on peut d'ailleurs le constater actuellement. L'uniformisation des taux de crédit repose sur les possibilités qui existent d'obtenir des prêts de prêteurs étrangers. Surtout en ce qui concerne les prêts au détail, cela nécessite que les institutions étrangères aient accès aux marchés financiers intérieurs.

Les centres financiers internationaux

Dans tout pays, le développement des marchés financiers passe normalement, dans une large mesure, par la centralisation de l'activité financière. Au Canada, par exemple, Toronto est devenu le principal centre financier, tandis que d'autres villes – Montréal en particulier et, à un degré moindre, Vancouver – connaissent aussi une forte activité. Au niveau international, c'est la même chose qui se produit. À l'heure actuelle, Londres, New York et Tokyo sont les principaux centres financiers internationaux. C'est dans ces villes que les gros contrats en euro-devises sont négociés, que la plupart des opérations de change sont effectuées et que les institutions financières de nombreux pays se rassemblent pour être au cœur du système financier international et offrir toute une gamme de produits financiers. C'est là aussi que les coûts des opérations sont les plus bas, que l'on peut faire de bonnes affaires et que les marchés sont les plus liquides. Mais le rôle des centres financiers ne s'arrête pas là.

L'importance des centres financiers

Du fait que les trois grands centres sont séparés par plusieurs fuseaux horaires, il est devenu possible de poursuivre de nombreux types de transactions 24 heures sur 24. Par exemple, plusieurs institutions transfèrent leur « position » d'un centre financier à l'autre au cours d'une période de 24 heures. En « passant le livre » – cette opération restant encore principalement limitée aux bons du Trésor américain –, un négociant de Tokyo peut, compte tenu de certaines limites et de certains critères, transiger à même le stock de fermeture des titres sur le marché de New York. À la fin de la journée d'affaires à Tokyo, il transfère alors sa position de clôture à un collègue de Londres. Parce qu'ils sont désormais en mesure d'échanger des devises et les principaux titres à n'importe quelle heure, les participants aux marchés financiers peuvent gérer plus facilement des portefeuilles d'actifs risqués. Pour participer pleinement à cette activité du marché, les institutions financières doivent maintenir une présence dans au moins quelques-uns de ces centres.

Les activités financières ont tendance à se regrouper parce que les institutions qui se rassemblent en un endroit bénéficient d'économies externes considérables. Cela est on ne peut plus évident dans l'échange continu d'information[12]. S'il est vrai que cette information peut être échangée par téléphone ou au moyen d'autres modes de communication interurbaine (c'est effectivement le cas), de nombreux participants des marchés financiers préfèrent négocier face à face quand les enjeux sont importants, surtout si l'incertitude est de la partie. En effet, les institutions financières qui ouvrent une succursale ou une filiale dans un autre pays au lieu de recourir à un moyen temporaire moins coûteux disent qu'elles le font surtout pour recueillir de l'information. En raison de l'importance de l'information, les

sociétés non financières qui ne sont pas présentes dans un grand centre financier risquent d'avoir du mal à obtenir le financement dont elles ont besoin.

Aucune technologie nouvelle n'a encore réussi à se substituer entièrement aux contacts directs lorsqu'il s'agit de négocier des contrats. Le banquier qui rencontre ses clients face à face fera davantage confiance à l'information qu'il recueille. (Les directives données aux directeurs du service des prêts des succursales de banques canadiennes mettent en évidence l'importance des contacts directs dans l'octroi de prêts, par exemple.)

Plus un centre financier se trouve à proximité des utilisateurs des services qu'il offre, plus l'évaluation des risques est exacte et plus les clients et les institutions financières ont des chances d'obtenir le financement dont ils ont besoin au bon prix. C'est pour cette raison que la concentration de plus en plus grande de l'activité financière à Tokyo, New York et Londres, qui éloigne toujours davantage le processus de prise de décisions financières du Canada et de ses régions isolées, commence à inquiéter. À l'échelle canadienne, on est également préoccupé de voir que les décisions financières sont exagérément concentrées à Tororto, Montréal et Vancouver – au détriment des particuliers et des petites et moyennes entreprises exerçant leurs activités à l'extérieur de ces grands centres urbains.

C'est par ailleurs dans les grands centres financiers que la plupart des nouvelles technologies dans le secteur financier sont développées, et qu'il est plus facile d'avoir accès à l'information sur les nouveaux produits. En y étant présentes, les institutions sont plus en mesure de participer au processus d'innovation et de devenir des fournisseurs des nouveaux produits, ce qui est nécessaire si elles veulent continuer de fournir des services à leurs gros clients aux besoins évolués.

L'avenir

Il est bien sûr difficile de prédire avec quelque certitude que ce soit l'évolution des centres financiers; il y a trop d'inconnues. La croissance de gros bassins de capitaux dans une partie du globe peut y favoriser l'établissement d'un nouveau centre. Par contre, les progrès des télécommunications et l'évolution de la réglementation qui permettraient aux marchés organisés de rester ouverts 24 heures par jour pourraient privilégier la croissance d'un centre par rapport à celle des autres et lui donner une position dominante. Cette éventualité peut susciter des craintes quant à la concentration du pouvoir financier à cet endroit.

D'après certains analystes, à cause des progrès de l'informatique et des télécommunications, les centres financiers ne seront bientôt plus nécessaires, étant donné que les investisseurs, les emprunteurs et les institutions financières feront des transactions n'importe où dans le monde au moyen de leurs ordinateurs personnels. Mais, comme nous l'avons déjà dit, les ordinateurs ne remplaceront probablement pas les contacts directs requis pour faire des transactions financières. En fait, le scénario le plus probable prévoit que l'activité financière sera de plus en plus concentrée dans les principaux centres financiers mondiaux.

En ce qui concerne le Canada, si l'on veut être réaliste, on ne peut envisager sérieusement qu'il accueille un jour l'un des principaux centres financiers du monde. Au contraire, il est probable qu'une partie toujours plus grande de l'activité financière canadienne sera menée dans des centres financiers internationaux à l'étranger, peu importe où.

Le recours aux marchés étrangers et internationaux

Les mouvements bruts de capitaux et la diversification des portefeuilles nous renseignent sur le volume des transactions qui ont lieu sur les marchés étrangers et sur les marchés internationaux, mais ils ne montrent pas à quel point les ressortissants de divers pays ont recours à ces marchés, ni l'importance du rôle que jouent les institutions financières nationales. Par exemple, même lorsque les mouvements bruts de capitaux sont importants, il se pourrait que toutes les transactions internationales soient attribuables à un petit nombre de grandes banques, de multinationales ou d'administrations publiques. Par contre, si un grand nombre d'entreprises, d'institutions et de particuliers se servent des marchés étrangers ou internationaux, il y a lieu de croire que le niveau d'internationalisation est beaucoup plus grand.

Les principaux participants

Les émissions et les émetteurs sont de plus en plus nombreux sur les marchés internationaux[13]. Ainsi, le nombre d'émissions de facilités d'émission d'effets et d'euro-papier commercial a augmenté de 21 en 1983 à 304 en 1988, tandis que le nombre d'émetteurs est passé de 21 à 278. Sur le marché du crédit consortial, de 1983 à 1988, le nombre des émetteurs est passé de 684 à 1 140 et celui des émissions, de 1 165 à 1 637.

Les émetteurs des États-Unis forment le groupe le plus important d'emprunteurs sur les marchés internationaux. Durant la période 1983-1988, ils étaient au premier rang dans toutes les grandes catégories d'émissions – euro-papier

commercial, prêts bancaires internationaux, facilités d'émission d'effets et euro-obligations (tableau 4-3). Les Japonais venaient au deuxième rang des émetteurs d'euro-papier commercial et d'euro-obligations, tandis le Royaume-Uni et l'Australie venaient tous les deux à égalité au deuxième rang des émetteurs de prêts internationaux et de facilités d'émission d'effets, respectivement.

Le Canada se classait cinquième sur le marché des euro-obligations et sur le marché des facilités d'émission d'effets et troisième sur le marché des prêts internationaux[14]. Par rapport au PIB, les emprunts des Canadiens sur les marchés financiers internationaux sont parmi les plus importants (voir le graphique 1-6).

Ces données tendraient à corroborer l'opinion selon laquelle plus la taille du marché intérieur est importante, plus le niveau des emprunts à l'étranger est bas par rapport à la taille de l'économie. On peut donc voir l'importance que les marchés internationaux ont pour les petits pays ou les pays de taille moyenne comme le Canada.

Les marchés boursiers

Le recours accru aux marchés boursiers étrangers est un autre indice du degré d'internationalisation. L'achat des titres d'un pays donné par des non-résidents n'est pas un phénomène nouveau. Il est en effet courant, au Canada, que des étrangers possèdent une grande quantité de titres, et une partie importante des titres des industries locales appartiennent à des étrangers dans tous les pays occidentaux développés. Ce qui est nouveau, par contre, c'est que beaucoup de ces titres sont de plus en plus émis et achetés sur les marchés étrangers et les marchés internationaux, en plus des marchés intérieurs.

La hausse la plus significative à cet égard est survenue à la bourse de Tokyo, où le volume est passé de 35 millions de dollars US en 1980 à 391 millions en 1984 avant d'atteindre un sommet de plus de 24 milliards en 1987. Cette croissance vertigineuse tient dans une large mesure à l'assouplissement des règlements financiers au Japon, les investisseurs nippons pouvant maintenant détenir divers instruments étrangers, ce qui leur était interdit avant le début des années 80. De plus, bien entendu, les titres étrangers donnent aux Japonais une occasion d'investir à l'étranger leurs fonds excédentaires.

Beaucoup de sociétés veulent que leurs actions soient inscrites sur les places boursières étrangères parce que cela les fait connaître à l'étranger. Lorsqu'un titre est inscrit en bourse, les analystes le repèrent et il peut devenir plus facile pour la société inscrite d'obtenir des fonds en vendant des

Tableau 4-3

Capitaux mobilisés sur les marchés internationaux[1], selon la catégorie d'instrument, principaux pays emprunteurs, 1983-1988

	Euro-papier commercial	Prêts bancaires internationaux	Facilités d'émission d'effets	Euro-obligations
		En pourcentage		
États-Unis	18,6	41,1	30,2	17,9
Japon	13,2	0,6	2,4	16,5
Allemagne de l'Ouest	1,5	0,2	0,4	4,6
Royaume-Uni	8,6	15,8	9,4	9,3
France	3,9	3,2	7,4	7,3
Canada	2,6	4,3	4,4	6,1
Italie	5,5	2,7	2,5	3,6
Australie	9,6	2,9	18,1	3,5
Mexique, Brésil et Argentine	– –	3,0	0,2	–
Autres pays	36,5	26,2	25,0	31,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
		En milliards de dollars US		
Total des capitaux mobilisés	170	1 087	109	767

1 Exception faite des obligations étrangères.
SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après une base de données d'IFR Publishing Ltd.

titres sur ce marché. En 1987, 36 sociétés américaines étaient inscrites à la bourse de Tokyo et 249 l'étaient à la bourse de Londres. Vingt sociétés américaines avaient inscrit leurs titres sur les trois plus grandes places boursières – New York, Londres et Tokyo.

Les émissions de titres internationales – c'est-à-dire les émissions de titres lancées sur plusieurs marchés en même temps, on les appelle aussi « euro-actions » – qui sont apparues pour la première fois en 1983, ont augmenté de 3,5 à 11,8 milliards de dollars US entre 1985 et 1986[15].

Un certain nombre de places boursières ont été reliées électroniquement pour permettre des transactions simultanées sur certains de ces titres et pour que ces transactions se poursuivent sur une place boursière même après la fermeture d'une autre située dans un fuseau horaire différent. Par exemple, depuis l'établissement de la liaison entre la bourse de Montréal et celle de Boston – la première liaison du genre en Amérique du Nord – il est possible de donner sur le parquet à Montréal des ordres d'achat ou de vente de titres de sociétés américaines inscrites aux deux places boursières et de les exécuter à la bourse de Boston, et vice versa. Les bourses de Montréal et de Vancouver sont toutes deux reliées à la bourse de Sydney; et la bourse de Toronto est reliée à la Midwest Stock Exchange, de Chicago. (Une liaison similaire entre la bourse de Toronto et l'American Stock Exchange, de New York, a été abandonnée en 1988.)

Bien que la valeur des titres inscrits sur tous les grands marchés boursiers se soit accrue considérablement depuis 1975 – surtout en Grande-Bretagne, en Allemagne de l'Ouest et au Japon – l'importance relative des marchés américain et canadien a diminué (tableau 4-4). Pour une large part, l'augmentation de la valeur du marché boursier japonais (mesurée en dollars US) est due à la très forte appréciation récente du yen par rapport au dollar US. Une fois corrigés les effets des taux de change, la part du marché boursier japonais (18,5 % de la valeur totale des titres inscrits) ne dépasse plus guère la moitié de l'estimation non rajustée (31,8 %), tandis que les parts respectives du Royaume-Uni, de la France, du Canada, de l'Italie, de l'Australie et de la Belgique remontent. Les données rajustées pour 1986 révèlent encore une baisse de l'importance relative des marchés américain et canadien depuis 1975 – bien qu'elle soit assez faible pour le Canada – et un accroissement de l'importance des marchés du Royaume-Uni et du Japon.

Ces divers indicateurs de l'ampleur de l'internationalisation des marchés financiers sont aussi importants pour les intervenants des marchés financiers. L'accroissement des mouvements de capitaux entre les pays, une composition internationalement plus diversifiée des portefeuilles et surtout l'augmentation du nombre d'émetteurs sur les marchés internationaux témoignent d'une activité accrue. Pour le Canada, les avantages potentiels sont assez importants, étant donné que les Canadiens recourent déjà beaucoup à ces marchés.

La participation des emprunteurs canadiens aux marchés internationaux

Les Canadiens ont toujours été ouverts au monde extérieur. Il ne faut donc pas se surprendre de voir qu'à chaque fois qu'ils ont l'occasion d'emprunter de façon plus avantageuse à l'étranger, les gouvernements, les institutions financières et les sociétés au Canada n'hésitent pas à recourir massivement aux marchés internationaux, avec le résultat qu'on a assisté à des changements importants dans la répartition des endroits où les Canadiens émettent leurs titres ainsi que dans la répartition des devises dans lesquelles les titres sont libellés.

Durant la période 1963-1970, près des trois quarts des émissions d'obligations canadiennes ont été placées au Canada, 24 % aux États-Unis et une très petite quantité dans d'autres pays. Cette répartition a cependant beaucoup changé ces dernières années (graphique 4-2) et, durant les années 80, environ 53 % des obligations canadiennes ont été émises au Canada, 11 %, aux États-Unis, et plus de 35 %, dans d'autres pays.

Les sociétés d'État fédérales ont été les principaux utilisateurs des marchés étrangers, suivies de près par les institutions financières. Alors qu'entre 1963 et 1970, toutes les émissions de ces sociétés d'État avaient été placées au Canada ou aux États-Unis, entre 1981 et 1987, elles ont été placées à 61 % à l'extérieur de ces deux pays (tableau 4-5). Ce déplacement vers les marchés internationaux, particulièrement notable vers la fin des années 70, tient au fait que les sociétés d'État ne voulaient pas évincer les autres emprunteurs des marchés intérieurs canadiens.

Presque toutes les obligations canadiennes émises aux États-Unis sont libellées en dollars US. Entre 1963 et 1970, pratiquement aucune émission d'obligations canadiennes placées à l'extérieur du Canada ou des États-Unis n'était libellée en dollars canadiens. Un peu plus du tiers l'étaient en dollars US. Mais, durant les années 70, presque 30 % étaient libellées en dollars canadiens, comparativement à 25 % durant la période 1981-1987[16]. Comme le montre le tableau 4-6, l'éventail des devises d'émission d'obligations dans d'autres pays s'est beaucoup diversifié après 1971.

L'enquête réalisée par le Conseil économique auprès des emprunteurs sur les marchés internationaux nous éclaire sur

Tableau 4-4

Valeur au marché des entreprises nationales inscrites en bourse, certains pays, 1975-1986

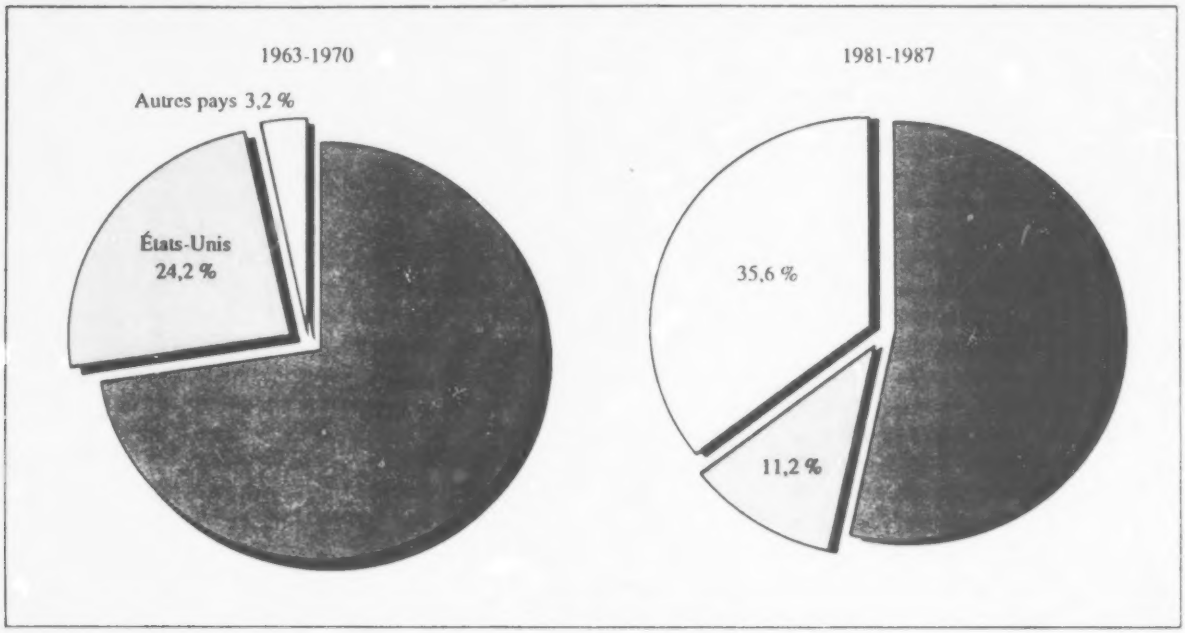
	Valeur au marché				Répartition			Répartition en 1986	
	1975	1980	1985	1986	1975	1985	1986	Valeur au marché au taux de change de 1975	Au taux de change de 1975, sans tenir compte des hausses des cours
	En milliards de dollars US				En pourcentage				
États-Unis[1]	704	1 237	1 946	2 199	61,2	48,6	39,2	40,1	51,5
Japon[2]	142	379	948	1 784	12,3	23,7	31,8	18,5	15,1
Royaume-Uni	86	205	353	473	7,5	8,8	8,4	13,0	7,2
Allemagne de l'Ouest	51	72	184	258	4,4	4,6	4,6	4,2	5,4
Canada[3]	51	118	157	185	4,4	3,9	3,3	4,2	5,2
France	35	55	79	153	3,0	2,0	2,7	4,5	3,7
Italie	11	25	58	140	1,0	1,4	2,5	5,8	2,9
Suisse	17	43	84	129	1,5	2,1	2,3	1,6	2,4
Australie	20	60	60	94	1,7	1,5	1,7	3,4	2,4
Pays-Bas	18	29	59	84	1,6	1,5	1,5	1,5	1,7
Suède	2	13	37	63	0,2	0,9	1,1	2,0	1,0
Belgique	9	10	21	37	0,8	0,5	0,7	0,8	1,3
Danemark	4	6	15	17	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3
Total	1 150	2 252	4 001	5 616	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

1 À l'exclusion des entreprises nationales inscrites à la NASDAQ et aux bourses régionales.
2 À l'exclusion des entreprises nationales inscrites à la bourse d'Osaka.
3 À l'exclusion des entreprises nationales inscrites à la bourse de Montréal.

SOURCES D'après des données de la Securities Industry Association, « The international market: Growth in primary and secondary activity », New York, 1987; et Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales*, divers numéros.

Graphique 4-2

Placement d'obligations canadiennes, 1963-1970 et 1981-1987



SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données inédites de la Banque du Canada.

les facteurs qui sont à l'origine du choix de la devise. Ainsi, 77 % des sociétés interrogées ont choisi une monnaie qu'ils avaient déjà utilisée dans leurs activités à l'étranger; 65 % ont choisi la devise qui leur permettait d'obtenir le meilleur coût d'emprunt. Pour les provinces et les municipalités interrogées, le choix de la devise a surtout été dicté par les coûts relatifs.

Quarante pour cent des répondants à notre enquête sont allés sur les marchés étrangers pour se procurer des fonds, mais il s'agissait surtout de grandes sociétés. La plupart des petites et des moyennes entreprises sont restées captives du marché intérieur. Les grandes sociétés canadiennes ont également commencé à émettre des titres à l'étranger, non pas tant parce qu'il y avait pénurie de fonds chez elles, mais parce qu'elles désiraient diversifier leur portefeuille et se faire mieux connaître à l'étranger.

Les institutions

En plus de faire partie des plus gros emprunteurs sur les marchés financiers internationaux, les institutions fournissent d'importants services aux utilisateurs, comme régler des transactions, gérer des émissions, consentir des prêts et fournir des garanties. Même s'il y a des institutions de nombreux pays sur les marchés internationaux, la très grande majorité de ces services financiers sont fournis par les institutions d'un très petit nombre de pays seulement. Prises globalement, les institutions américaines dominent, en tant que gestionnaires ou cogestionnaires, le marché des prêts internationaux, des facilités d'émission d'effets et de l'euro-papier commercial, mais les institutions de plusieurs autres pays ont également réussi à se faire une place sur les euro-marchés en plein essor. Les institutions canadiennes n'occupent pas une grande place dans ce secteur, comparativement, en particulier, aux institutions américaines, japonaises, suisses, françaises et allemandes de l'Ouest. En plus d'y être des participants relativement petits, les institutions canadiennes sont en train de perdre leur part de ces marchés. Même s'il est vrai que les banques et les maisons de courtage canadiennes sont très actives sur le plan international dans la fourniture d'autres services financiers – comme, par exemple, la vente à l'étranger d'émissions canadiennes et la fourniture d'un certain nombre de services bancaires de détail – il n'en demeure pas moins que c'est la participation aux euro-marchés qui place les institutions au cœur du processus de prise de décisions financières internationales.

La diminution de la part de ces marchés détenue par les banques canadiennes soulève deux questions importantes.

Tableau 4-5

Pays de placement d'obligations canadiennes, selon la catégorie d'emprunteur, 1963-1987

	Valeur des obligations placées	Pays de placement			
		Canada	États-Unis	Autres pays	Total
	En milliards de dollars canadiens	En pourcentage			
Institutions financières					
1963-1970	2,5	78,9	20,5	0,6	100,0
1971-1980	11,9	72,5	5,7	21,8	100,0
1981-1987	24,9	30,7	1,2	68,1	100,0
Sociétés non financières					
1963-1970	10,1	71,4	27,7	0,9	100,0
1971-1980	26,7	73,2	19,6	7,3	100,0
1981-1987	33,5	52,2	10,6	37,2	100,0
Sociétés d'État fédérales					
1963-1970	--	72,0	28,0	--	100,0
1971-1980	4,1	30,2	27,8	42,0	100,0
1981-1987	11,9	8,4	30,5	61,1	100,0
Gouvernements provinciaux					
1963-1970	8,9	74,4	18,9	6,7	100,0
1971-1980	35,3	75,4	15,2	9,4	100,0
1981-1987	67,5	62,0	11,0	27,0	100,0

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données inédites de la Banque du Canada.

D'abord, dans quelle mesure est-ce que cette diminution doit être préoccupante pour les utilisateurs canadiens des marchés financiers, surtout si l'on considère le grand usage que font les Canadiens des marchés financiers internationaux, comme nous l'avons vu précédemment ? Ensuite, quelles sont les causes de cette diminution et existe-t-il un moyen d'utiliser la politique publique pour renforcer la position des institutions canadiennes sur les marchés internationaux ? Voilà deux questions difficiles, et nos recherches jusqu'ici ne nous ont pas permis d'y apporter de réponses définitives, en particulier en ce qui concerne les raisons de la diminution.

La vigueur relative des institutions des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et même de la Suisse est illustrée par la confiance que leur témoignent les émetteurs en les chargeant de la gestion de leurs émissions. Sur le marché des euro-obligations comme sur le marché des prêts internationaux, les institutions japonaises, britanniques et américaines ont joué un rôle de premier plan. Sur celui des facilités d'émission d'effets, la plupart des emprunteurs ont compté sur les banques américaines, et même les émetteurs japonais, qui y ont fait appel pour 32 % du volume de leurs émissions. Sur le marché de l'euro-papier commercial, les gestionnaires de portefeuilles des États-Unis, du Royaume-Uni et de la Suisse ont géré la plupart des transactions originaires d'autres pays.

La performance des institutions canadiennes

Il y a déjà très longtemps que les institutions financières canadiennes participent activement aux marchés financiers internationaux. Nous analysons ici le rôle des institutions canadiennes dans un segment de ces marchés dont la croissance est particulièrement rapide – l'euro-marché –, pour constater une diminution importante de la part de ce marché occupée par les banques et les maisons de courtage canadiennes, en dépit d'une augmentation, en chiffres absolus, de la valeur totale en dollars des transactions. Sur le marché des euro-obligations, par exemple, la valeur des émissions gérées par des institutions canadiennes s'est accrue à un taux annuel moyen de 18 % entre 1981 et 1988, mais leur part du marché a fléchi parce que la valeur de toutes les émissions a augmenté à un taux annuel moyen de 31 %.

Tableau 4-6

Obligations canadiennes placées à l'extérieur du Canada et des États-Unis, selon la devise utilisée, 1963-1987

	1963-1970	1971-1980	1981-1987
	En pourcentage		
Dollar canadien	0,5	29,8	24,7
Dollar US	33,5	44,1	41,2
Deutsche mark	60,2	7,1	5,0
Franc suisse	2,6	13,6	15,3
Yen	--	3,8	8,7
Livre sterling	--	0,3	2,8
Dollar australien	--	--	0,5
Dollar néo-zélandais	--	--	0,1
Autre	3,2	1,3	1,6
Total	100,0	100,0	100,0
	En milliards de dollars canadiens		
Montant total des émissions	0,9	13,7	66,2

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données inédites de la Banque du Canada.

Certes, les institutions canadiennes poursuivent des activités dans d'autres segments des marchés financiers internationaux qui n'ont rien à voir, ou presque, avec l'euro-marché : vente à l'étranger d'émissions canadiennes, prestation de services bancaires au détail, et achat et vente de devises étrangères, pour n'en nommer que quelques-unes. En conséquence de l'ensemble de ces activités et de l'expansion de l'euro-marché, les marchés financiers internationaux ont joué un grand rôle dans la croissance de nombreuses institutions canadiennes. Par exemple, les opérations effectuées sur les marchés internationaux par les six plus grandes banques canadiennes de l'Annexe A, d'après l'actif comptabilisé à l'étranger, ont augmenté à un taux annuel de près de 7 % entre 1982 et 1987, soit plus du double du taux de croissance de l'actif comptabilisé au Canada. En 1987, l'actif comptabilisé à l'étranger représentait plus de 33 % de l'actif total de ces banques.

Néanmoins, les activités sur l'euro-marché ont des répercussions si généralisées sur l'économie mondiale qu'elles constituent un aspect important des opérations internationales des institutions financières. Ainsi, l'ampleur des opérations internationales des banques et des maisons de courtage canadiennes est mesurée par l'importance de leurs opérations sur le marché de Londres, le premier centre financier international au monde. Les banques et les maisons de courtage canadiennes sont au nombre des institutions financières étrangères qui y exercent des activités importantes. En fait, les effectifs londoniens de ces deux types d'institutions canadiennes s'élevaient à plus de 3 400 employés en 1988, si bien qu'elles occupaient le troisième rang après les institutions américaines (21 700 employés) et japonaises (6 500 employés).

Comparativement à beaucoup de grandes institutions financières américaines ou japonaises, celles du Canada dépendent davantage de la clientèle de leurs compatriotes pour les activités sur l'euro-marché; de 1980 à 1988, 54 % des émissions gérées par les banques canadiennes avaient été lancées par des Canadiens. Pourtant, les institutions canadiennes ont été incapables d'accroître leur part de ces opérations. De nombreux emprunteurs canadiens se sont tournés vers des institutions non canadiennes, ce qui a provoqué une baisse de la part canadienne de l'euro-marché, notamment celui des euro-obligations où elle est tombée de 6 % en 1976 à seulement 2 % en 1988 (tableau 4-7).

Les institutions canadiennes ont surtout enregistré leurs pertes sur le marché des obligations libellées en dollars US, même quand elles sont émises par des Canadiens. Bien que ce soit un segment où les institutions canadiennes auraient dû jouir d'un avantage naturel, elles n'ont géré que 17,5 % de ces émissions durant les années 70 et seulement 13,4 % durant les années 80. C'est durant la période 1986-1988 que la baisse a été la plus prononcée.

Au plan international, la grande force des banques canadiennes a toujours été sur le marché des prêts consortiaux où, au début des années 80, elles se classaient parmi les gestionnaires les plus importants. Toutefois, le volume total des prêts consortiaux s'est accru à un rythme beaucoup plus lent que celui des euro-obligations et des autres instruments de l'euro-marché. Les institutions canadiennes ont été incapables d'exploiter leur force sur ce marché pour s'établir sur d'autres marchés plus vigoureux – celui des euro-obligations par exemple – et elles n'ont pas conservé leur part du marché des prêts consortiaux en dépit d'un certain accroissement absolu du volume total qu'elles y ont géré.

Comme sur le marché des euro-obligations, le recul des institutions canadiennes sur le marché des prêts internationaux était presque totalement dû à leurs pertes sur le marché des titres libellés en dollars US, où leur part a glissé de 6,8 % en 1983 à 2,3 % en 1988. Pour ce qui est des prêts en dollars US émis par des Canadiens, leur part du marché est tombée de 71,7 % en 1983 à 7,7 % seulement en 1988 (tableau 4-8). Le fait que les institutions canadiennes aient conservé une part importante des prêts internationaux libellés en dollars canadiens n'a eu qu'un effet négligeable sur leur situation à cause de la petite taille de ce marché.

Tableau 4-7

Part des institutions canadiennes et américaines dans la gestion des émissions d'euro-obligations, 1970-1988

	Part des institutions canadiennes dans :					
	Les émissions libellées en dollars canadiens[1]	Les émissions libellées en dollars US	Les émissions libellées en dollars US faites par des Canadiens[2]	Toutes les émissions	Part des institutions américaines dans toutes les émissions	Volume total des euro-obligations
			En pourcentage			En milliards de dollars US
1976	36,1	3,7	13,0	6,3	16,1	13,0
1977	41,9	5,0	22,0	4,9	10,7	15,9
1978	– –	0,5	7,8	0,2	10,2	12,3
1979	28,2	3,9	30,5	3,4	20,5	14,7
1980	18,7	5,0	33,9	3,6	21,0	19,7
1981	37,3	3,6	10,9	4,2	26,9	26,7
1982	18,2	2,8	15,3	2,7	30,7	48,1
1983	44,2	2,2	10,6	3,1	19,1	46,6
1984	41,2	1,5	15,8	2,5	35,5	79,9
1985	43,3	1,8	19,4	3,0	34,6	134,3
1986	48,3	0,8	10,4	2,5	27,5	184,5
1987	32,0	0,1	– –	1,9	17,1	142,5
1988	23,0	0,3	7,8	2,0	19,4	179,3
1970-1979	32,3	2,8	17,5	3,0	17,1	79,1
1980-1988	32,4	1,4	13,4	2,5	25,5	861,6

1 Les émissions d'euro-obligations libellées en dollars canadiens représentaient 3,8 % de l'ensemble des émissions d'euro-obligations de la période 1966-1988.

2 Les émissions d'euro-obligations libellées en dollars US représentaient 54 % de l'ensemble des émissions d'euro-obligations faites par des Canadiens durant la période 1966-1988.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

Mais il y a plus : comparativement aux institutons de certains autres pays, les entreprises canadiennes n'ont pas géré une proportion importante des titres émis dans leur propre monnaie. Elles n'ont en effet géré que 32 % des émissions d'euro-obligations libellées en dollars canadiens entre 1980 et 1988, tandis que les institutions françaises et allemandes de l'Ouest ont géré respectivement 100 % et 88 % des émissions d'euro-obligations libellées en francs français et en deutsche marks. Même les emprunteurs canadiens n'ont pas particulièrement encouragé les insttutions canadiennes, si l'on considère qu'ils leur ont confié la gestion de 44 % seulement de leurs euro-obligations en dollars canadiens, ce qui tranche nettement avec ce qui se passe dans de nombreux autres pays, notamment ceux dont les institutions sont très actives sur les marchés internaionaux (tableau 4-9).

Les institutions de certains pays plus petits, même si elles n'occupent qu'une part minime de ces marchés, gèrent généralement une plus grande proportion des émissions dans leur propre monnaie que ne le font les institutions canadiennes. Par exemple, la part de la totalité des euro-obligations émises en dollars canadiens et gérées par des institutions canadiennes en 1988 s'élevait seulement à 23 %, comparativement à 95 % pour les institutions du Danemark, à 71 % pour celles de l'Italie et à 70 % pour celles des Pays-Bas. En outre, tous les emprunteurs canadiens – gouvernements, institutions financières et sociétés non financières – ont plus ou moins privilégié les gestionnaires étrangers (tableau 4-10).

Le gouvernement fédéral, lorsqu'il a emprunté sur le marché des euro-obligations, n'a jamais eu recours à une institution financière canadienne pour la gestion de ses émissions. Il emprunte à l'étranger pour regarnir le fonds de stabilisation des devises étrangères, et ses émissions sont libellées en devises étrangères. Les gouvernements centraux des autres grands pays industrialisés n'empruntent généralement pas sur les marchés internationaux. Seuls ceux du Japon et du Royaume-Uni ont procédé à des émissions

Tableau 4-8

Part des institutions canadiennes et américaines dans la gestion des prêts internationaux, 1983-1988

	Part des institutions canadiennes dans :					
	Les prêts libellés en dollars canadiens[1]	Les prêts libellés en dollars US	Les prêts accordés en dollars US par des Canadiens[2]	Tous les prêts internationaux	Part des institutions américaines dans tous les prêts internationaux	Volume total des prêts internationaux
	En pourcentage					En milliards de dollars US
1983	72,7	6,8	71,7	7,7	28,2	100,8
1984	77,0	4,6	90,9	4,5	51,9	130,8
1985	66,1	4,2	13,0	3,6	36,6	95,1
1986	71,2	2,3	1,7	2,6	44,7	139,3
1987	100,0	3,7	10,4	3,5	45,7	243,4
1988	77,5	2,3	7,7	3,0	51,1	377,5

1 Les prêts internationaux libellés en dollars canadiens représentaient seulement 0,75 % de l'ensemble des prêts internationaux au cours de la période considérée.

2 Les prêts libellés en dollars US représentaient 73 % de l'ensemble des prêts consentis par des Canadiens au cours de la période considérée.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

d'euro-obligations entre 1980 et 1988. Le Japon a lancé trois émissions libellées en deutsche marks et gérées par la Deutsche Bank, tandis que le Royaume-Uni a lancé deux émissions, toutes libellées en dollars US et gérées par le Crédit Suisse First Boston. De loin la plus grande proportion des émissions d'euro-obligations offertes par des gouvernements centraux ou des sociétés ou organismes publics proviennent de pays dont les banques centrales n'occupent pas un très haut rang parmi les institutions internationales : Australie, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, Italie, Nouvelle-Zélande et Suède. Ces pays ne font généralement pas appel à leur propres institutions.

Dans une large mesure, les gouvernements provinciaux au Canada se sont aussi adressés à des institutions étrangères pour la gestion de leurs émissions sur le marché euro-obligataire. Comme on peut le constater au tableau 4-11, l'Alberta, la Colombie-Britannique, l'Ontario et le Québec n'ont jamais retenu les services d'une institution canadienne dans leurs transactions sur ce marché, et seul le Manitoba a eu recours plus souvent aux institutions canadiennes qu'à celles d'autres pays.

Les entreprises et organismes publics des cinq plus grands pays industrialisés ont aussi émis des euro-obligations. Les institutions financières de ces pays ont géré les émissions lancées par leurs propres entreprises publiques plus souvent que ne l'ont fait les institutions canadiennes pour les émissions de sociétés d'État canadiennes (tableau 4-12). Quant aux pays dont les institutions

Tableau 4-9

Part des émissions d'euro-obligations de sociétés non financières gérées par les institutions du pays d'origine, certains pays, 1980-1988

En pourcentage

	France	Allemagne de l'Ouest	Japon	Royaume-Uni	États-Unis	Canada
Dans la monnaie du pays	100,0	98,6	95,6	45,8	58,3	50,8
Dans d'autres devises	26,1	93,2	87,0	28,5	31,9	20,2

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

Tableau 4-10

Part des institutions canadiennes et étrangères dans la gestion des émissions d'euro-obligations, par type d'emprunteur canadien, 1980-1988

	Nombre total d'émissions gérées	Gestion		
		Institutions canadiennes	Institutions étrangères	Total
		En pourcentage		
Gouvernement fédéral	10	–	100	100,0
Provinces	92	17	83	100,0
Sociétés d'État fédérales et provinciales	134	25	75	100,0
Banques	159	25	75	100,0
Sociétés de fiducie	50	22	78	100,0
Sociétés privées	146	37	63	100,0
Administrations municipales	69	36	64	100,0
Universités et autres	12	25	75	100,0
Total	672	27	73	100,0

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

participent peu aux marchés internationaux, les données sont très divergentes. En 1988, par exemple, les institutions danoises ont géré la totalité des émissions d'euro-obligations libellées en couronnes et aucune de celles qui étaient libellées en devises étrangères, tandis qu'en Italie, les proportions étaient de 100 % pour les émissions en lires et de 10 % pour les émissions en d'autres devises. En revanche, les institutions de l'Autriche, de la Finlande et de la Norvège n'ont géré aucune des émissions lancées par les entreprises publiques de leur pays.

L'effritement de la part des institutions financières canadiennes sur un marché international en plein essor est attribuable, en grande partie, à des événements qui tiennent à l'intermédiation financière. Par ailleurs, le taux moyen de croissance annuelle de l'actif des banques canadiennes durant la période 1980-1987 était le plus bas parmi tous les pays considérés (graphique 4-3). De fait, cette croissance était si faible que la plus grande banque canadienne qui occupait le 16e rang mondial en 1981, du point de vue de l'importance de l'actif, s'est retrouvée au 57e rang en 1987

Tableau 4-11

Répartition des émissions d'euro-obligations faites par les provinces canadiennes, selon le pays dans lequel a été constituée la société mère de l'institution de gestion de l'émission, 1966-1988

	Pays de la société mère								
	Canada	France	Allemagne de l'Ouest	Japon	Suisse	Royaume-Uni	États-Unis	Autres pays	Total
Alberta	–	1	–	–	–	–	3	–	4
Colombie-Britannique	–	–	–	–	7	–	–	–	7
Manitoba	11	–	5	–	–	–	–	4	20
Nouveau-Brunswick	3	–	1	1	6	–	1	1	13
Terre-Neuve	2	10	4	–	1	–	–	–	17
Nouvelle-Écosse	3	1	1	–	8	–	–	–	13
Ontario	–	–	?	–	–	–	–	–	2
Québec	–	13	10	3	6	8	–	3	43
Saskatchewan	4	–	–	1	9	–	–	–	14

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

Tableau 4-12

Part des émissions d'euro-obligations faites par des sociétés et organismes publics qui sont gérées par des institutions du pays, certains pays, 1980-1988

En pourcentage

	France	Allemagne de l'Ouest	Japon	Royaume-Uni[1]	États-Unis	Canada
Dans la monnaie du pays	100,0	100,0	75,1	100,0	46,5	53,6
Dans d'autres devises	36,6	34,8	35,7	100,0	–	4,7

1 Une émission seulement, dans les deux catégories.

Source Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

(tableau 4-13). Toutes les autres grandes banques canadiennes ont également perdu du terrain. Par rapport à la plus grande banque du monde, les banques canadiennes ont connu un recul important, surtout depuis 1985 (tableau 4-14).

La diminution de la taille relative des banques canadiennes n'est pas uniquement attribuable à un réalignement des monnaies. Lorsque les chiffres sont rajustés pour tenir compte des changements de la valeur relative des monnaies et des différences dans les taux d'inflation, la performance des banques canadiennes ne s'améliore que légèrement, la Banque Royale, par exemple, se hissant au 53e rang. En vertu de ces rajustements, certaines banques japonaises et italiennes régressent, mais les banques canadiennes perdent du terrain par rapport aux banques des États-Unis, en raison du taux d'inflation plus élevé au Canada, qui a amélioré leur classement avant les rajustements.

La faible croissance des banques canadiennes serait due, en partie, au fait que le bassin d'épargne intérieure auquel elles peuvent puiser ne s'est pas accru aussi rapidement que celui dont disposent les institutions financières dans d'autres pays. Le bassin de l'épargne canadienne, en proportion de celui des principaux pays industrialisés, a diminué de 5,4 % en 1981 à 3,5 % en 1986, tandis que l'épargne japonaise passait de 29,3 à 33,3 % durant la même période.

À cause de leur taille plus petite, il peut sembler que les banques canadiennes n'ont pas la même résistance que certaines de leurs rivales étrangères, en particulier les institutions japonaises, dont les actionnaires sont disposés à accepter des profits moins élevés pour s'approprier une part du marché.

En fait, bon nombre des facteurs dont nous venons de parler sont liés à la taille d'une institution financière. Mais la taille n'est pas une condition essentielle, et encore moins suffisante, de la réussite. Ainsi, certaines grandes institutions américaines qui avaient dominé les marchés financiers mondiaux pendant plusieurs années ont dû renoncer à une partie de leur part de ces marchés à cause des pertes importantes qu'elles ont subies, surtout sur les prêts consentis à des pays du Tiers-Monde. Par ailleurs, une petite institution peut également connaître beaucoup de succès si elle peut se tailler un créneau spécialisé sur le marché financier.

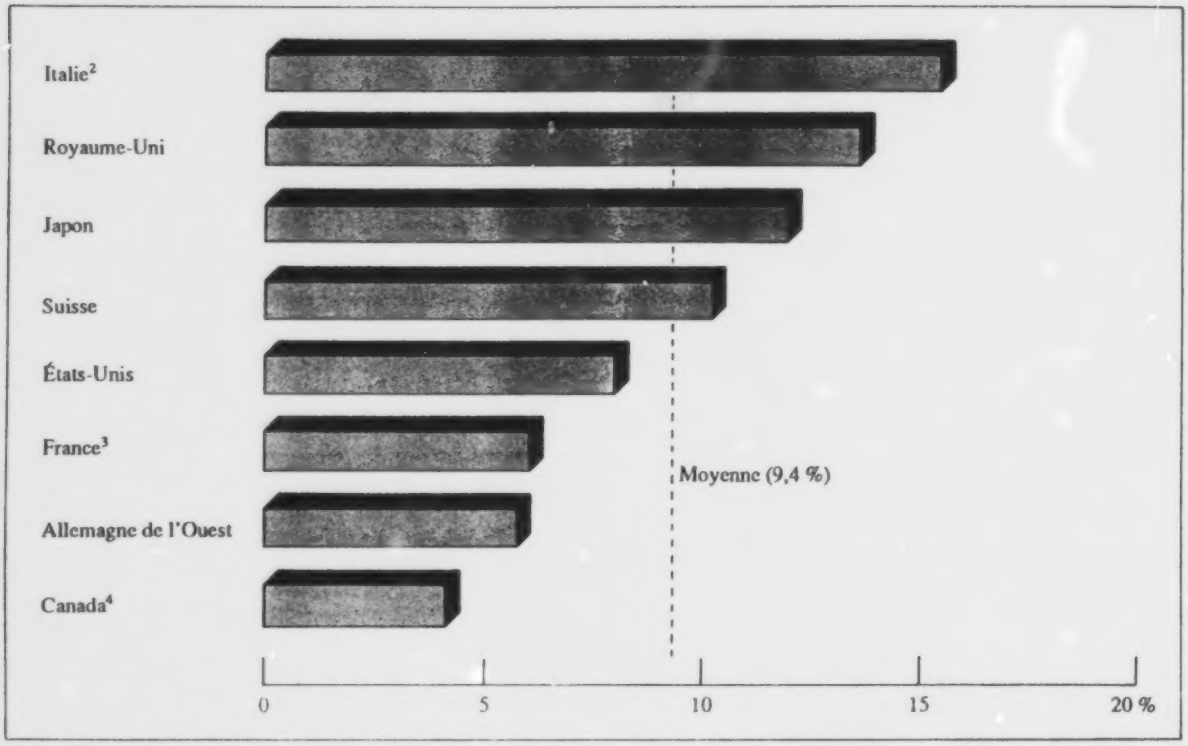
Il reste que la taille peut avoir son importance. Pour affronter les institutions financières japonaises en pleine expansion, par exemple, un fonctionnaire du gouvernement du Québec a insisté sur « la nécessité de créer des mammouths québécois ». Une grande institution financière peut soutenir la concurrence d'entreprises rivales et elle peut se défendre contre la concurrence des prix et lutter pour accroître sa part du marché. Sa structure de capital plus forte lui permet également de résister aux chocs extérieurs, ce qui accroît sa stabilité et renforce la confiance qu'elle inspire à ses clients actuels et potentiels.

Une institution doit aussi avoir une taille minimale pour être un bon fournisseur de fonds aux grandes sociétés. Les filiales canadiennes de banques étrangères se plaignent, par exemple, que les limites imposées à leur taille les empêchent de bien répondre aux besoins des grandes sociétés. Il faut également une taille minimale pour réussir comme preneur ferme. Il n'est donc pas étonnant de constater que les institutions canadiennes gèrent davantage de petites que de grosses émissions (tableau 4-15).

Comme les banques, les maisons de courtage canadiennes sont beaucoup plus petites que leurs concurrentes des autres pays, surtout celles de Grande-Bretagne, des États-Unis et du Japon. À la fin de 1988, par exemple, la valeur des capitaux de l'industrie canadienne du courtage

Graphique 4-3

Moyenne des taux de croissance annuelle de la valeur nominale de l'actif des principales banques[1], certains pays, 1980-1987



1 Pour l'Italie, les données concernent toutes les banques; pour le Royaume-Uni, toutes les banques de compensation; et pour le Canada, toutes les banques de l'Annexe A.
2 Pour 1980-1986 seulement.
3 Pour 1982-1986 seulement.
4 Pour 1982-1987 seulement.

SOURCE Organisation de coopération et de développement économiques, *Rentabilité des banques, 1980-1984*, Paris, OCDE, 1987; rapports de diverses banques centrales; et autres sources.

Tableau 4-13

Classement mondial des cinq principales banques canadiennes, 1981 et 1987

	Rang en 1981	Rang en 1987	Rang rajusté en 1987[1]
Banque Royale du Canada	16	57	53
Banque de Commerce Canadienne Impériale	31	68	61
Banque de Montréal	35	69	62
Banque de Nouvelle-Écosse	50	80	76
Banque Toronto-Dominion	59	102	99

1 En fonction de la variation du taux de change et de l'inflation.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données tirées de la revue *The Banker*, divers numéros.

s'élevait à 1,6 milliard de dollars US, contre 41,2 milliards pour le Japon et 38,9 milliards pour les États-Unis. Le capital de base de la plus grande maison de courtage japonaise – Nomura Securities – était plus élevé que celui de toutes les maisons canadiennes réunies. Cependant, l'avenir pourrait devenir plus prometteur pour ces dernières, du fait que les plus importantes d'entre elles sont maintenant associées à des banques à charte canadiennes. Désormais, elles pourront compter sur l'appui de l'institution mère pour leurs incursions sur les marchés internationaux.

Pour certains, la taille des banques canadiennes et leur pouvoir sur le marché sont préoccupants dans la mesure où, compte tenu de la taille de l'économie canadienne, les banques canadiennes sont beaucoup plus grandes et, partant, jouent un plus grand rôle dans l'activité économique que les banques de la plupart des autres pays. Cette observation

Tableau 4-14

Actif des banques canadiennes par rapport à celui des plus grandes banques du monde[1], 1980-1987

En pourcentage

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Banque Royale du Canada	47	61	57	52	45	40	28	27
Banque de Commerce Canadienne Impériale	40	43	44	42	35	31	23	23
Banque de Montréal	34	41	40	39	39	34	25	23
Banque de Nouvelle-Écosse	31	33	35	34	31	26	18	19
Banque Toronto-Dominion	24	30	29	26	24	21	14	14
Banque Nationale du Canada	12	14	13	11	10	10	8	8

1 Chaque année, l'actif de chacune des banques canadiennes est comparé à celui de la plus grande banque du monde pour l'année considérée, soit Citicorp en 1980, BankAmerica en 1981, Citicorp de 1982 à 1985 et Dai-Ichi Kangyo en 1986 et en 1987.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données tirées de la revue *The Banker*, divers numéros.

n'est toutefois pas corroborée par les faits, si l'on considère que dans neuf des 14 pays occidentaux énumérés dans le tableau 4-16, le ratio de l'actif de la plus grande banque de chaque pays au PIB est supérieur à ce qu'il est au Canada (pour la Banque Royale).

Toutefois, la piètre performance des institutions financières canadiennes sur les euro-marchés peut aussi être attribuable à d'autres facteurs qui concernent les institutions proprement dites. Ainsi, d'après les émetteurs canadiens interviewés par les chercheurs du Conseil, les institutions financières étrangères seraient beaucoup plus hardies que leurs concurrentes canadiennes dans leurs stratégies d'établissement des prix. Et on sait que les facteurs de coût revêtent toujours une grande importance quand vient le temps de choisir une devise et un gestionnaire. D'après les émetteurs, il arrive souvent que les institutions canadiennes ne puissent pas ou ne veuillent pas vendre au même prix que leurs concurrentes.

La capacité de placer des émissions importantes à l'étranger – autre caractéristique appréciée par les émetteurs – dépend beaucoup des systèmes et des réseaux de distribution des institutions. Au moment où les institutions canadiennes sont parvenues à pénétrer le marché des euro-obligations, les institutions étrangères s'étaient déjà fidélisé les émetteurs canadiens, et les institutions canadiennes n'ont pas réussi à les déloger.

Les grandes banques de France, d'Allemagne de l'Ouest et de Suisse, qui sont solidement établies, sont davantage en mesure de se procurer des fonds auprès des investisseurs sur le marché au détail pour les émissions d'euro-obligations, à la fois dans leur propre pays et, d'après certains de nos

Tableau 4-15

Part des institutions canadiennes dans la gestion des émissions canadiennes, selon la devise et la valeur de l'émission, 1980-1988

En pourcentage

	Émissions en dollars US		Émissions en dollars canadiens
	Sociétés d'État	Autres entreprises	Autres entreprises
Montant de l'émission :			
Moins de 50 millions de dollars US	100,0	47,4	66,3
Entre 50 et 74,9 millions de dollars US	35,8	35,7	60,6
Entre 75 et 99,9 millions de dollars US	15,0	20,0	43,0
100 millions de dollars US et plus	2,5	17,1	–

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après la base de données d'IFR Publishing Ltd.

Tableau 4-16

Taille de la plus grande banque par rapport au PIB, certains pays, 1987

	Banque	Ratio de l'actif au PIB
Australie	Westpac Banking	0,236
Autriche	Creditanstalt Bankverein	0,355
Belgique	Banque Générale	0,469
Canada	Banque Royale du Canada	0,176
Danemark	Den Danske Bank	0,225
France	Crédit Agricole	0,244
Allemagne de l'Ouest	Deutsche Bank	0,151
Italie	Banca Nazionale del Lavoro	0,127
Japon	Dai-Ichi Kangyo	0,114
Pays-Bas	Algemene Bank Nederland	0,398
Suède	S-E-Banken	0,252
Suisse	Union des Banques Suisses	0,734
Royaume-Uni	Barclays	0,245
États-Unis	Citicorp	0,044

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données tirées des enquêtes économiques nationales de l'OCDE et de la revue *The Banker*, juillet et octobre 1988.

interlocuteurs, même au Canada. Les institutions étrangères peuvent attirer les investisseurs canadiens vers l'euro-marché et vers d'autres marchés internationaux, probablement à cause de leurs connaissances techniques et des stratégies de commercialisation qu'elles ont mises sur pied dans leur pays d'origine. Les résultats de notre enquête portent à croire que les emprunteurs canadiens qui ont recours aux services de maisons de courtage étrangères le font avant tout parce que ces dernières connaissent mieux les marchés internationaux et qu'elles ont plus facilement accès aux investisseurs.

Le rôle limité des banques canadiennes sur les marchés des euro-obligations pourrait aussi s'expliquer par le fait que, tout récemment encore, la loi leur interdisait de souscrire des émissions de titres de sociétés au Canada et que, contrairement aux banques allemandes ou françaises, elles n'ont donc pas pu acquérir dans leur propre pays les connaissances nécessaires. Par ailleurs, les institutions canadiennes qui étaient autorisées à faire le commerce des valeurs mobilières au Canada – les maisons de courtage – n'avaient ni la taille ni le capital requis pour pénétrer les marchés étrangers et internationaux.

Toutefois, aux États-Unis, où les banques étaient également soumises à certaines restrictions touchant leur participation au commerce des valeurs mobilières, des maisons de courtage innovatrices et bien dotées en capital étaient actives dans des segments du marché où les banques ne pouvaient s'implanter solidement. De fait, pendant que s'effritait presque sans cesse la part du marché des institutions canadiennes, celle des institutions américaines s'est accrue durant les années 80 par rapport à ce qu'elle était au cours des années 70, avant d'accuser un important recul en 1987-1988.

On a affirmé que dans certains pays, les autorités publiques ont contraint les entreprises appartenant à l'État, et fortement encouragé les sociétés du secteur privé, à recourir à leurs propres institutions nationales pour gérer leurs émissions sur les marchés internationaux. Si cela a pu se produire, il est difficile de trouver des données irréfutables à cet effet. Il n'en reste pas moins que la réglementation en vigueur dans certains pays a sans doute influé sur le choix des gestionnaires – par exemple, le règlement imposé en Allemagne de l'Ouest selon lequel seules les banques allemandes sont autorisées à gérer l'émission en deutsche marks d'un emprunteur allemand.

Néanmoins, la réglementation n'a pas toujours nui aux banques canadiennes. Ainsi, curieusement, elles ont pu profiter, jusqu'à tout récemment, de la réglementation dans les pays qui imposent des limites aux opérations étrangères de leurs propres banques. La diminution de la part du marché détenue par les banques canadiennes a coïncidé avec la suppression des contraintes imposées aux banques européennes et japonaises.

Certaines institutions peuvent innover et offrir des instruments mieux adaptés aux besoins des emprunteurs et des investisseurs. Bien qu'il y ait des exceptions, comme la création d'actions privilégiées rachetables, les institutions financières canadiennes, contrairement aux institutions américaines, ont tendance à adapter les nouveaux produits

financiers inventés ailleurs plutôt que de les créer, et elles ne bénéficient donc d'aucun avantage spécial sur leurs rivales dans ce domaine.

À de nombreux égards, il est facile de comprendre pourquoi les banques canadiennes ont fortement réduit leur participation aux marchés des euro-obligations. Durant une bonne partie des années 80, elles se sont efforcées de redresser leur bilan à cause des lourdes pertes subies par suite de prêts problématiques et non productifs consentis aux sociétés pétrolières et aux pays du Tiers-Monde. Dans ces conditions, elles ont probablement fait preuve de prudence en décidant, à court terme, de ne pas lutter pour une part des marchés d'euro-obligations apparemment « saturés » de banques et non rentables durant les années 80. Toutefois, de nombreuses concurrentes des banques canadiennes ont poursuivi leurs activités sur ces marchés, peut-être parce qu'elles étaient disposées à essuyer des revers durant une courte période en perspective de gains à long terme, ce qui pourrait finalement les avantager.

Bien qu'une part importante des affaires des grandes entreprises soit, en grande partie, le résultat de la meilleure offre, il est encore bon pour une institution financière d'entretenir des rapports à long terme avec ses clients. Il peut être difficile pour une institution financière de réintégrer un marché après l'avoir quitté. En outre, par sa présence sur un marché non rentable, une institution peut avoir l'occasion, grâce à ses rapports avec ses clients, d'accéder à d'autres marchés plus profitables. C'est d'ailleurs la raison souvent avancée pour expliquer la présence continue au Canada de nombreuses filiales d'institutions financières étrangères, en dépit de leur piètre performance.

En résumé, la contraction de la part canadienne des marchés d'euro-obligations, qui enregistrent une croissance particulièrement rapide, peut s'expliquer en partie par une gamme de facteurs parfois connexes. La diminution de la taille relative des institutions canadiennes découle sans doute, dans une certaine mesure, de la lente croissance de l'épargne au Canada comparativement à plusieurs autres pays durant les années 80. En outre, si les banques canadiennes ont préféré se retirer du marché peu rentable des euro-obligations, c'est probablement parce qu'elles devaient redresser leur bilan, lesquels reflétaient la faible croissance de l'épargne au Canada. La réglementation qui interdisait jadis aux banques de souscrire des émissions de titres de sociétés au Canada peut expliquer pourquoi elles ont de la difficulté à lancer des émissions. En outre, il se peut que les banques aient décidé de réaffecter leurs ressources au raffermissement de leur position sur le marché des États-Unis, en vue de profiter des possibilités créées par la libéralisation des échanges avec ce pays.

La diminution de la part des banques canadiennes sur les marchés internationaux est inquiétante pour deux raisons. Premièrement, elle peut être un présage de la conjoncture des marchés intérieurs. Certes, le marché international des services bancaires de gros, où s'exerce une concurrence farouche, est très différent du marché intérieur des services bancaires de détail, à moins forte concurrence et où les banques canadiennes ont de l'expérience et sont solidement établies. Mais il est probable que le progrès technologique entraîne aussi, au cours des 10 ou 20 prochaines années, d'importants changements dans le segment des services bancaires de détail et ces changements, auxquels s'ajoutera un assouplissement des restrictions touchant la participation des institutions étrangères, pourraient faire que la prédominance traditionnelle dont ont bénéficié les institutions canadiennes sur leur marché protégé serait davantage menacée. Par conséquent, il ne faudrait pas prendre à la légère la possibilité que les institutions étrangères réussissent, avec le temps, à s'approprier une part croissante des marchés intérieurs du Canada. Cette possibilité doit être sérieusement envisagée et elle est étudiée dans le prochain chapitre.

La seconde source d'inquiétude est liée à l'importance d'une solide présence canadienne sur les marchés mondiaux pour répondre aux besoins grandissants des Canadiens sur la scène internationale. En effet, bien que les institutions étrangères puissent répondre à la plupart de ces besoins, il peut aussi exister des segments critiques où la présence d'institutions canadiennes bien établies à l'étranger peut servir les intérêts du Canada. Par exemple, les opérations à l'étranger peuvent être, pour les institutions canadiennes, un moyen de se tenir au courant des progrès technologiques dans le secteur financier et peuvent accélérer leur transfert au Canada. En outre, les institutions canadiennes peuvent, par ce moyen, être mieux renseignées et plus sensibles aux besoins de leurs clients canadiens que les institutions étrangères. Ainsi, les institutions canadiennes, si elles sont solidement établies sur les marchés internationaux, pourraient être mieux placées que leurs concurrentes étrangères pour répondre aux besoins de certains clients canadiens.

Les effets de l'internationalisation . . .

Le processus de la mondialisation a radicalement transformé les marchés financiers du monde. Qu'est-ce que cela signifie pour les fournisseurs et les utilisateurs canadiens de services financiers et pour l'ensemble de l'économie canadienne ?

Comme la circulation internationale d'un produit ou d'un service, les entrées et les sorties de capitaux ont un effet immédiat sur la production et sur le revenu. En théorie,

lorsque s'accroissent les mouvements de capitaux, les institutions financières – les producteurs de services financiers – bénéficient de possibilités d'expansion et de diversification. Parallèlement, certaines institutions font face à une concurrence plus vive qui peut les forcer à se retirer de certains marchés et à se spécialiser dans des secteurs où elles jouissent d'un avantage comparatif.

Parce qu'elle fait augmenter le nombre de participants et accroît le bassin d'épargne disponible, l'internationalisation fait baisser le coût des services financiers pour les utilisateurs. Par exemple, en théorie du moins, elle entraînera une réduction de l'écart entre les taux d'emprunt et de prêt et une diminution des frais pour certains services. C'est ainsi qu'augmentent les revenus réels, c'est-à-dire l'ensemble des biens et des services que peuvent se payer les consommateurs, compte tenu de leur revenu nominal.

Pour ce qui est de l'ensemble de l'économie, l'internationalisation permet une meilleure affectation de l'épargne et des investissements. Toutefois, elle agit aussi sur la répartition du revenu entre les fournisseurs de capitaux et les fournisseurs de main-d'œuvre.

Mais l'analyse de l'effet de la mondialisation doit dépasser le cadre traditionnel du commerce international et tenir compte du rôle particulier de l'industrie financière, de l'importance que revêt la stabilité du système financier et du fait que ce système est un instrument privilégié pour la mise en œuvre de politiques de stabilisation.

. . . sur les institutions financières

La mondialisation offre aux institutions financières de nouvelles possibilités qui peuvent se traduire par une augmentation du rendement pondéré en fonction des risques. Tout d'abord, elle leur permet de pénétrer d'autres marchés en plus de leur marché national. Les banques et les maisons de courtage canadiennes, en particulier, ont avantage à être présentes sur les marchés internationaux et à avoir des succursales, des filiales ou des bureaux de représentation dans les centres financiers étrangers. À cause des externalités positives qui sont associées à la nouvelle information recueillie sur les marchés étrangers, elles sont plus en mesure de satisfaire les besoins de leurs clients, d'introduire de nouveaux produits et de gérer leurs risques.

L'internationalisation permet aussi aux institutions de diversifier davantage leur portefeuille par des instruments libellés en différentes devises ou émis dans divers pays et, par conséquent, d'en accroître dans une certaine mesure le rendement et d'en réduire le risque global.

Dans les faits, cependant, les institutions canadiennes ne tirent peut-être pas profit de tous ces avantages à cause des contraintes imposées par la réglementation au Canada et parce qu'elles perdent du terrain aux mains de la concurrence sur les marchés internationaux. Les institutions qui gèrent de gros portefeuilles, comme les compagnies d'assurance et les fonds de pension, ne peuvent pas exploiter pleinement bon nombre des nouveaux instruments qui sont apparus sur la scène internationale, ni même intervenir directement sur les marchés mondiaux. Les lois qui régissent beaucoup de fonds de pension et de compagnies d'assurance leur dictent les types de placement autorisés. Parce que la législation n'indique pas clairement qu'ils peuvent utiliser ou non tel ou tel instrument, comme les options ou les contrats à terme normalisés, la plupart des gestionnaires de portefeuilles prennent pour acquis que ces marchés leur sont interdits et ne s'y aventurent pas. En conséquence, les fonds de pension sont incapables de couvrir leur risque de position en ayant recours à des options ou à des contrats à terme normalisés.

Par ailleurs, la *Loi de l'impôt sur le revenu* impose un impôt de pénalisation sur la partie du revenu tiré d'éléments d'actif étrangers dépassant 10 % de la valeur comptable de l'actif total. Cette disposition a pour effet d'empêcher les fonds de pension d'investir plus de 10 % de leur actif dans des titres étrangers – une restriction que ne subissent pas les fonds de pension des États-Unis et de la Grande-Bretagne.

En vertu du nouveau projet de loi concernant les compagnies d'assurance et les fonds de pension, la gestion de portefeuilles sera régie par la règle de « l'investisseur prudent », ce qui devrait créer des possibilités d'investissement qui n'étaient pas accessibles jusqu'ici. Rien n'a toutefois été avancé pour modifier ou abroger la règle des 10 % applicable aux investissements étrangers des fonds de pension et qui est actuellement inscrite dans la *Loi de l'impôt sur le revenu.*

L'ouverture des marchés canadiens aux étrangers et le processus de mondialisation proprement dit intensifient la concurrence à laquelle font face les institutions canadiennes sur le plan des prix et des nouveaux produits offerts à leurs clients. À cet égard, il faut faire une distinction entre les services financiers qui font l'objet d'échanges internationaux et les autres.

Sur le marché de gros, une concurrence plus vive a forcé les institutions financières à offrir des services à des prix déterminés à l'échelon mondial et à respecter les normes internationales d'efficacité. Le marché de détail a ressenti l'effet de l'internationalisation sur le niveau général des taux d'intérêt, mais jusqu'à maintenant, les écarts n'ont pratiquement pas diminué.

La concurrence fait généralement diminuer la différence entre les taux d'emprunt et de prêt des institutions financières. Le graphique 4-4 illustre le rétrécissement prononcé des écarts sur le marché des prêts internationaux.

. . . sur les consommateurs de services financiers

En raison de l'intensification de la concurrence entre les institutions nationales et les institutions étrangères, les emprunteurs et les investisseurs devraient avoir accès à des services financiers dont le coût de production sera moindre. Ici aussi, il faut signaler que cet effet ne sera habituellement ressenti que dans le secteur du marché exposé à la concurrence internationale.

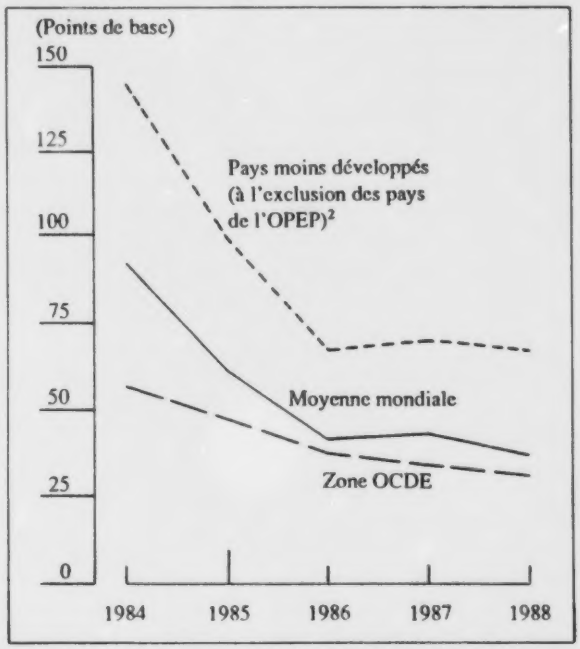
Selon une étude réalisée pour la Communauté européenne, la valeur actualisée des gains qu'entraîneraient pour les consommateurs la libéralisation des mouvements de capitaux et l'intégration des marchés financiers se situerait entre 11 et 33 milliards d'ECU – entre 18 et 53 milliards de dollars canadiens – à cause de la baisse du coût de production des services financiers, dont profiteraient les consommateurs[17]. Cette estimation est fondée sur les différences significatives qui existent réellement au niveau des coûts de production entre les pays membres de la Communauté européenne (tableau 4-17). L'Italie, la France et l'Espagne, qui faisaient partie des pays accordant le plus de protection à leurs institutions financières, avaient les services bancaires les plus coûteux, et c'est dans ces trois pays que les gains pourraient être les plus importants, étant donné que l'intégration des marchés nationaux fait converger les coûts de prestation des services.

Bien que les coûts et les frais de divers services diminuent sous l'effet de l'internationalisation, cela ne saute peut-être pas aux yeux du consommateur de services financiers. Par exemple, de nombreux Canadiens sont d'avis que les frais qu'ils paient pour des services bancaires sont plus élevés aujourd'hui que dans le passé. Et c'est effectivement le cas, surtout parce que, dans le passé, les frais payés pour la garde des fonds ou pour le bon fonctionnement du système de paiement étaient cachés dans l'écart entre les taux de prêt et de dépôt. Les frais de service sont plus élevés aujourd'hui, mais l'écart entre les taux de prêt et les taux de dépôt est relativement plus bas qu'auparavant.

En outre, l'effet de la structure des taux d'intérêt peut faire que les coûts d'emprunt seront plus élevés que s'il n'y avait pas de mouvements de capitaux entre les pays. En effet, les investisseurs cherchant le meilleur rendement possible, si, dans un contexte de libéralisation des mouvements de capitaux, le taux de rendement des immobilisations était plus élevé à l'étranger qu'au Canada, les capitaux sortiraient du pays, ce qui s'accompagnerait d'une hausse des taux d'intérêt sur les emprunts. Ce que les emprunteurs perdraient à cause de la hausse du loyer de l'argent, les investisseurs le gagneraient en réalisant un rendement supérieur sur leur épargne.

Graphique 4-4

Écarts entre les taux d'intérêt, prêts bancaires internationaux[1], 1984-1988



1 Exprimés par la différence entre les taux d'intérêt demandés par les banques sur les prêts de 30 millions de dollars US ou plus et le coût des fonds pour les banques, mesuré par le TIOL.
2 Entre janvier et septembre 1988.
SOURCE OCDE, *Tendances des marchés des capitaux*, novembre 1988 et février 1989.

En dépit de l'effet général des taux d'intérêt, les emprunteurs canadiens profitent, en théorie, de l'internationalisation parce que celle-ci élargit les sources de capitaux auxquelles ils peuvent puiser. En pratique toutefois, si c'est généralement le cas pour les grandes sociétés actives sur les marchés obligataire et boursier, il n'en va peut-être pas de même pour les petites entreprises qui comptent sur des sources de fonds locales.

Pour les grandes sociétés, ce qui importe, c'est de trouver la façon de profiter des occasions qui se présentent et des coûts moins élevés offerts par les marchés internationaux. D'après les résultats de notre enquête, les grandes sociétés

Tableau 4-17

Différences entre les coûts de certains services financiers dans huit pays d'Europe, 1986

En pourcentage

	Hypothèques[1]	Prêts à la consommation[2]	Lettres de crédit[3]	Valeur ajoutée des services bancaires en proportion de l'encours des prêts[4]
Belgique	1,9	2,3	1,2	3,4
Allemagne de l'Ouest	2,3	9,2	0,9	3,6
France	2,6	8,0	0,9	4,7
Italie	1,4	..	1,0	6,3
Luxembourg	..	2,8	1,2	..
Pays-Bas	1,4	5,1	1,1	3,0
Espagne	3,2	5,4	1,5	4,1
Royaume-Uni	1,2	8,6	1,0	3,0

1 Différence entre les taux d'intérêt moyens des prêts hypothécaires et les taux du marché monétaire.
2 Différence entre les taux d'intérêt des prêts à la consommation et les taux du marché monétaire.
3 Coûts en proportion de la valeur totale.
4 Moyenne pour 1978-1984.

SOURCE Price Waterhouse, *The Cost of 'Non-Europe' in Financial Services*, recherche sur « Cost of non-Europe », Basic Findings, Luxembourg, Commission des communautés européennes, 1988, vol. 9.

canadiennes font bon usage des marchés étrangers et elles les connaissent bien. Les petites sociétés emprunteuses bénéficient rarement d'un accès direct aux marchés financiers mondiaux, mais elles peuvent tirer profit d'instruments d'arbitrage (comme les swaps) pour compenser quelque peu cette restriction.

On ignore encore si l'internationalisation a amélioré ou détérioré la qualité des services financiers offerts aux petites et moyennes entreprises. Compte tenu de la nature fongible des capitaux, la mondialisation devrait, théoriquement, comporter des avantages indirects pour les petites entreprises et donner aux grandes sociétés la possibilité de tirer profit de l'avantage qu'elles ont d'intervenir directement sur les marchés financiers mondiaux. Les grandes sociétés se tournant vers les marchés internationaux, des fonds devraient être libérés sur les marchés intérieurs pour satisfaire les besoins des petites entreprises.

Mais il faut également compter avec le comportement des institutions financières elles-mêmes. Les banques canadiennes réagiront-elles à l'intensification de la concurrence internationale en accordant plus d'importance à leurs activités au Canada ou en affectant plus de ressources à leurs opérations à l'étranger ? Ce sont leurs compatriotes qui les font vivre; par conséquent, malgré une internationalisation croissante, les banques canadiennes seront portées à accorder beaucoup d'attention au bassin des clients qui leur sont acquis chez elles. Mais parce qu'elles sont aux prises avec une concurrence plus vive à l'étranger et sur les marchés intérieurs, elles devront fixer plus soigneusement le prix de leurs services. Cela pourrait se traduire par une hausse du prix de certains services offerts aux petites et moyennes entreprises, qui pourraient ainsi perdre une partie des avantages dont elles jouissaient dans le passé à cause de l'interfinancement des services bancaires. Des enquêtes menées aux États-Unis et au Royaume-Uni révèlent que cela s'est déjà produit[18]. En outre, si elles voulaient reprendre le terrain perdu, les banques canadiennes pourraient être forcées de prendre de l'expansion à l'étranger, étant donné la taille relativement limitée du marché canadien, même si elles devaient pour cela accorder moins d'attention à leur clientèle canadienne.

L'internationalisation permet également aux épargnants et aux investisseurs de réunir les conditions qu'ils privilégient en ce qui concerne leurs liquidités et leur consommation dans le temps, qui diffèrent souvent d'un pays à l'autre[19]. On a observé durant les années 60, par exemple, que les placements de portefeuille des Européens aux États-Unis retournaient en Europe sous la forme de placements américains directs. Les Européens préféraient l'actif liquide à faible risque tandis que les investisseurs américains, qui utilisaient des techniques de gestion plus perfectionnées, privilégiaient l'actif à taux de risque et de rendement plus élevés et qui étaient moins liquides. Une intégration accrue des marchés financiers intérieurs favorisera une plus grande circulation internationale de capitaux qui répondra à ces

diverses préférences et augmentera le volume de l'épargne et des investissements à l'échelle mondiale.

. . . *et sur l'économie*

L'affectation de l'épargne et des investissements

La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux améliore le bien-être de la société car elle favorise une meilleure affectation des ressources à l'échelle mondiale. Par exemple, si le taux de rendement du capital est plus faible dans un pays que dans un autre, le premier connaîtra une sortie de capitaux, une augmentation du rendement du capital et une diminution du rendement de la main-d'œuvre, tandis que le second verra les capitaux affluer, avec une diminution de leur rendement, et le rendement de sa main-d'œuvre augmenter.

Il a été démontré que, pour le pays qui exporte des capitaux, la diminution du rendement de la main-d'œuvre sera moindre que l'augmentation du rendement du capital et que cela se traduira donc par un gain global pour l'économie. Mais, pour que ce gain se réalise véritablement, il ne doit pas y avoir de rigidités sur d'autres marchés, c'est-à-dire sur celui des biens et, en particulier, sur celui du travail. Si des rigidités empêchent le rendement de la main-d'œuvre de diminuer par rapport au rendement du capital, l'économie pourrait ne plus réussir à s'adapter et les gains seraient réduits à néant[20].

La libéralisation des mouvements de capitaux a également un effet direct sur la distribution des revenus. Puisque le rendement du capital diminue dans le pays d'accueil et que le rendement de la main-d'œuvre s'y accroît – et vice versa pour l'autre pays – il se produit, dans les deux pays, une redistribution du revenu entre les fournisseurs de main-d'œuvre et les fournisseurs de capital. Cela améliore l'efficacité économique globale dans le monde, mais certains pays ne jugent peut-être pas cette situation aussi avantageuse, étant donné que l'exportation de capitaux vers un pays où le taux de rendement est plus élevé peut s'accompagner d'une exportation d'emplois. Et certains États peuvent préférer garder le capital chez eux – même si son taux de rendement y est relativement moins élevé qu'ailleurs – parce qu'il peut être utilisé pour créer de nouveaux emplois dans le pays. Le taux de rendement plus bas du capital est souvent un coût à assumer dans la création d'emplois dont les États ne tiennent pas toujours compte comme ils le devraient.

L'autonomie de la politique monétaire

L'intensification de la circulation internationale des capitaux a tendance à uniformiser les structures des taux d'intérêt rajustées en fonction des différences de taux d'inflation entre les pays. Elle a ainsi certains effets sur la capacité d'un pays de satisfaire des besoins précis en fixant ses propres taux d'intérêt de façon autonome. Dans son Vingt-deuxième Exposé annuel, le Conseil économique s'est demandé s'il était possible d'avoir une politique des taux d'intérêt « strictement canadienne » en isolant les taux intérieurs des taux déterminés sur les marchés internationaux. Il a conclu qu'à cause de la très grande substituabilité des éléments d'actif canadiens et américains, les taux d'intérêt au Canada sont très sensibles à l'évolution des taux aux États-Unis et qu'il serait par conséquent difficile de maintenir une politique « strictement canadienne » dans ce domaine[21]. De façon plus générale, la capacité des autorités nationales de fixer les taux d'intérêt indépendamment des autorités des autres pays du monde diminue à mesure que la mondialisation progresse.

À long terme, la politique monétaire règle l'évolution du taux d'inflation, des taux d'intérêt nominaux et des taux de change. À cela, l'internationalisation n'a rien changé. À court terme, la politique monétaire a un effet sur le secteur réel de l'économie. La mondialisation atténue cet effet et peut réduire la période de temps durant laquelle il se fait sentir. L'effet est surtout ressenti par les pays que le phénomène d'internationalisation n'a touchés qu'assez récemment. Le Canada, lui, a une économie ouverte et des frontières laissant libre accès aux mouvements internationaux de capitaux depuis de nombreuses années, et il s'est adapté il y a longtemps à l'évolution de la finance à l'étranger.

Il convient aussi de noter que la mondialisation des marchés financiers a inversé les rôles. En effet, les taux de change ont maintenant tendance à fluctuer beaucoup en réaction aux mouvements de capitaux qui ne découlent pas de flux commerciaux dans le secteur réel, ni de flux d'investissement dans le secteur primaire[22].

À en juger par la facilité avec laquelle les capitaux circulent maintenant à l'échelle internationale, il y a lieu de croire que les marchés financiers peuvent s'adapter très rapidement, beaucoup plus rapidement que les marchés des biens. Par exemple, un mouvement massif de capitaux dans un pays ou hors d'un pays en réaction à de nouveaux renseignements sur la performance prévue de l'économie de ce pays ne pourrait pas être compensé par des variations dans les flux de biens et de services. L'adaptation doit se faire sur les marchés des changes et par des mouvements des taux d'intérêt. Cette divergence entre le taux d'ajustement sur les marchés des biens et celui sur les marchés financiers pourrait rendre les taux d'intérêt et les taux de change plus volatils.

La discipline en matière de politique budgétaire

Beaucoup craignent que l'internationalisation n'ait encouragé un certain manque de rigueur dans l'équilibrage des dépenses et des recettes publiques. Quand le financement des déficits publics dépendait essentiellement de la disponibilité des capitaux sur les marchés intérieurs, les gouvernements n'avaient généralement pas de déficits aussi importants qu'aujourd'hui. Mais depuis quelque temps, ils peuvent trouver plus facilement des capitaux sur les marchés mondiaux, et ils s'inquiètent moins qu'avant d'évincer des marchés intérieurs les emprunteurs du secteur privé, car ceux-ci ont dorénavant eux aussi plus facilement accès aux sources de fonds étrangères.

De fait, comme les gros déficits publics des années 80 n'ont encore provoqué ni de nouvelles tensions inflationnistes, ni des taux d'intérêt comparables à ceux enregistrés à la fin des années 70, ni une récession, certains ont tendance à croire que le monde peut maintenant s'accommoder de déséquilibres plus grands qu'avant l'ère de l'internationalisation accélérée. Mais même si cela était vrai, il ne faudrait pas pour autant verser dans l'insouciance. Au contraire, une fois que les nouvelles possibilités découlant de l'accès élargi aux sources de capitaux étrangères auront été épuisées, il faudra faire face à la réalité. Les déséquilibres budgétaires feront alors inévitablement sentir leurs effets et, étant donné que l'ampleur des déséquilibres qu'il faudra corriger sera plus grande qu'elle ne l'aurait été autrement, les ajustements nécessaires seront forcément eux aussi plus importants.

Les risques

Étant donné que les institutions financières étendent leurs activités à un nombre toujours plus grand de pays, elles courent le risque que les difficultés qu'elles rencontrent dans un pays se répercutent ailleurs. Ce risque est d'autant plus à prendre en compte qu'il devient plus difficile de surveiller les opérations des institutions financières dites « multinationales ». De même, au fur et à mesure que les marchés financiers se planétarisent, il y a le nouveau risque qu'un choc provenant d'un pays se transmette rapidement aux autres pays. Au fur et à mesure que les investisseurs et les emprunteurs mondialisent leurs opérations, les chocs financiers prennent eux aussi une dimension plus internationale et ils pourraient avoir un effet plus profond.

Le fonctionnement des marchés financiers – intérieurs ou internationaux – a toujours comporté certains risques. Les changements survenus récemment ont toutefois modifié la nature de ces risques, aussi bien pour les institutions financières proprement dites que pour l'ensemble du système financier.

Les risques auxquels les institutions financières étaient habituées à faire face sur les marchés intérieurs étaient surtout liés à la solvabilité des emprunteurs et aux fluctuations des taux d'intérêt. Mais les institutions financières sont maintenant plus vulnérables à la possibilité que des facteurs politiques, législatifs ou économiques du pays hôte nuisent à leurs intérêts. Dans leurs opérations à l'étranger, elles doivent souvent s'en remettre beaucoup au financement provenant d'importants dépôts institutionnels, car elles n'ont normalement pas aussi facilement accès aux dépôts de détail dans les autres pays que chez elles. Comme les dépôts institutionnels sont en général beaucoup plus mobiles que les dépôts du grand public, les institutions sont exposées à un plus grand risque de retraits subits à l'étranger que chez elles. En outre, l'institution qui fait des affaires sur les marchés internationaux doit aussi transiger davantage en devises étrangères, ce qui la rend plus vulnérable aux fluctuations des taux de change.

Dans l'ensemble, l'internationalisation des marchés a rendu le système financier moins transparent, puisqu'il est plus difficile de suivre et de surveiller les flux internationaux ou d'obtenir des renseignements sur les parties à des transactions internationales. Qui plus est, à cause de l'intégration grandissante des marchés financiers, les effets d'une perturbation d'origine locale se font sentir presque instantanément dans le monde entier.

Le krach boursier d'octobre 1987 en est un bon exemple. Même si un certain nombre de facteurs communs à plusieurs pays étaient en jeu, la chute des cours a commencé aux États-Unis. L'effondrement à l'échelle mondiale qui s'en est suivi a été précipité – mais non causé – par la mondialisation des marchés financiers (voir l'appendice C).

Par conséquent, l'internationalisation des marchés financiers a fait que les chocs se sont propagés plus rapidement et a rendu le système moins transparent, mais il ne semble pas qu'elle ait généré plus de risques.

L'évolution future – Trois scénarios

Le krach boursier d'octobre 1987 et ses répercussions sur les autres marchés financiers ont montré qu'il était possible que le cours de l'internationalisation soit modifié.

Dans les mois qui ont suivi immédiatement le krach, l'activité de financement sur les marchés internationaux a subi de profondes transformations. Premièrement, on s'est méfié

des formes titrisées d'emprunt pour se replier sur les prêts consortiaux. Ainsi, entre le troisième et le quatrième trimestre de 1987, la valeur totale des émissions d'obligations internationales a baissé de 35 à 20,5 milliards de dollars US, tandis que les prêts consortiaux ont augmenté de 14,4 à 31,6 milliards, pour un total de 82 milliards de dollars US pour l'année, soit près du double de ce qu'il était en 1986. Deuxièmement, le volume des émissions d'obligations liées au capital-actions a baissé de façon très marquée – de 18,5 à 3,7 milliards de dollars US – entre le troisième et le quatrième trimestre de 1987. Enfin, on a délaissé les euro-marchés au profit des marchés nationaux.

Mais les événements survenus dans les mois qui ont suivi immédiatement le krach boursier d'octobre 1987 ne semblent pas indiquer un recul de l'internationalisation. En effet, les données les plus récentes indiquent, par exemple, que la croissance du marché euro-obligataire continue d'être rapide, avec une valeur totale des euro-obligations émises en 1988 supérieure à ce qu'elle était en 1986 et avec 133,6 milliards de dollars US d'euro-obligations émises au seul premier semestre de 1989 – soit déjà plus que pour toute l'année 1985. On est aussi revenu aux émissions d'obligations liées au capital-actions, avec des émissions totales de 23,7 et 27,3 milliards de dollars US dans les deux premiers trimestres de 1989. Si on se tourne vers l'avenir, trois principaux scénarios apparaissent possibles : la mondialisation complète des marchés; un repli vers un monde moins ouvert; et la continuation de l'internationalisation au même rythme plus ou moins.

La mondialisation complète

Pour être complètement mondialisé, un marché doit avoir suffisamment d'activité partout dans le monde pour que des échanges continus puissent se faire, et les mainteneurs de marché doivent pouvoir disposer d'une infrastructure d'échange dans chacun des principaux centres financiers. De plus, le marché doit être exempt d'entraves au commerce, et l'information doit pouvoir être obtenue en quantité suffisante partout dans le monde pour que les négociants situés sur place dans le marché national d'un titre précis ne soient pas privilégiés par rapport aux autres.

Ces conditions commencent à être réunies sur le marché de certains produits. Le marché des changes est le premier à être complètement internationalisé : les échanges dans la plupart des principales devises se font maintenant sans interruption, 24 heures par jour.

Les transactions sur les bons du Trésor américain se mondialisent également, notamment parce que les États-Unis doivent financer des déficits budgétaires toujours plus lourds. En outre, comme l'économie des États-Unis est la plus grande du monde et que les décisions prises à Washington ont une incidence sur le reste de la planète, l'information sur ces facteurs est largement diffusée. Les progrès récents des télécommunications font qu'on peut maintenant obtenir cette information instantanément partout dans le monde. Le maintien du marché des bons du Trésor à l'échelle mondiale est ainsi devenu une réalité de tous les jours, et les portefeuilles peuvent être modifiés en tout temps au cours de la journée. La croissance du volume des échanges dans le secteur des billets et des bons du Trésor américain qui s'en est suivie a été vertigineuse, en particulier depuis 1984, les plus fortes augmentations étant enregistrées au Japon et au Royaume-Uni (tableau 4-18). (La croissance du volume des transactions sur les bons du Trésor a été beaucoup plus grande à l'étranger que sur le marché intérieur américain.)

Le marché des valeurs de premier ordre au Royaume-Uni (obligations d'État) évolue aussi vers une mondialisation totale. L'internationalisation du marché des actions commence à peine. L'activité sur les marchés étrangers des actions de sociétés américaines a augmenté ces dernières années, passant de 75 à 277 milliards de dollars US entre 1980 et 1986, mais cette croissance n'a pas été aussi importante que sur le marché des bons du Trésor, qui a crû de 97 à 2 065 milliards de dollars US pendant la même période[23].

Plusieurs raisons expliqueraient toutefois pourquoi une mondialisation complète est peu probable, au moins dans un avenir prévisible. La liquidité d'un titre réside en fin de compte dans son marché national d'origine. Pour presque tous les titres, la quantité d'information disponible ne sera pas la même sur les marchés étrangers et sur le marché national. Si les billets et les bons du Trésor américain sont échangés partout dans le monde presque aussi rapidement qu'aux États-Unis, c'est en partie parce que les investisseurs étrangers n'ont pas besoin de beaucoup d'information pour être convaincus de la sécurité de ces titres.

Les choses sont assez différentes dans le cas des titres de sociétés, qui comportent un risque de crédit. Dans ce secteur, pour être en mesure de recueillir une information exacte, il est essentiel de se trouver à proximité de la société émettrice. De fait, un des principaux problèmes que pose l'inscription de titres sur les marchés étrangers, c'est que les entreprises sont mieux connues dans leur propre pays et que, par conséquent, on peut y trouver plus facilement des acheteurs d'actions sur le marché secondaire que dans les autres pays. Voilà donc des secteurs où l'internationalisation complète est un phénomène peu probable.

Tableau 4-18

Montant brut des bons à moyen terme et à long terme du Trésor des États-Unis, selon le pays où ils sont négociés, 1972-1986

En milliards de dollars US

	Canada	Japon	Singapour	Suisse	Royaume-Uni	Allemagne de l'Ouest	Autres pays
1972	0,6	3,8	..	--	0,7	..	5,4
1975	0,3	0,3	..	--	1,1	0,3	15,8
1980	1,0	6,6	0,2	1,7	33,0	7,0	97,4
1981	1,7	10,1	2,5	1,2	28,9	12,1	121,8
1982	2,2	12,8	12,1	4,1	37,2	14,2	174,6
1983	6,9	16,5	20,0	5,8	43,8	13,3	254,2
1984	20,7	30,5	36,4	8,7	87,6	25,3	450,7
1985	41,9	172,5	41,1	18,4	187,6	31,0	967,2
1986	57,1	570,8	41,5	50,0	443,9	56,6	2 064,6

SOURCE SIA, « The international market ».

Un recul

Selon le deuxième scénario, les marchés financiers deviendraient beaucoup plus réglementés, et beaucoup de pays institueraient des contrôles des capitaux. Cela pourrait à la longue se traduire non seulement par un contrôle beaucoup plus grand des gouvernements nationaux sur la politique macro-économique, mais aussi par une hausse du coût des fonds pour beaucoup de sociétés et par une diminution des possibilités d'investissement pour les détenteurs de portefeuille.

Mais il est peu probable que ce scénario se réalise car, à moins d'une catastrophe économique, le processus d'internationalisation est trop avancé. Avec toute l'expérience qu'ils ont acquise sur les marchés internationaux, les investisseurs et les sociétés seraient fortement incités à échapper aux types de contrôles envisagés dans ce scénario. Les contrôles des capitaux peuvent en général être évités, et on a vu que, dans bien des cas, ils ne réussissent pas à atteindre leur objectif.

En outre, bon nombre des facteurs qui ont entraîné des modifications de la réglementation sur plusieurs marchés et l'assouplissement du contrôle des capitaux jouent encore aujourd'hui et sont même plus importants que jamais.

Un rythme régulier

Le scénario le plus plausible prévoit le maintien de la tendance actuelle vers une plus grande internationalisation. Dans ce scénario, il reste encore beaucoup d'autres moyens d'abaisser le coût de financement par le recours aux marchés internationaux ou aux marchés étrangers. On n'a pas non plus épuisé les possibilités, loin de là, en ce qui concerne la diversification internationale des portefeuilles, en particulier de ceux des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Les emprunteurs, les investisseurs et les institutions financières de l'étranger commencent à peine à entrer sur les marchés nationaux. Il est probable que les déséquilibres des comptes courants demeureront importants pendant de nombreuses années encore. Par ailleurs, les progrès technologiques continueront très probablement de faire baisser le coût des opérations à l'étranger et d'améliorer la diffusion de l'information. Enfin, il reste encore beaucoup d'occasions d'amener d'autres investisseurs et emprunteurs sur les marchés internationaux.

Par conséquent, il y a de bonnes raisons de croire que la mondialisation des marchés se poursuivra, mais que son rythme pourrait bien ralentir au cours des prochaines années, pour au moins deux raisons.

Premièrement, après la ruée initiale des institutions financières pour se positionner sur les marchés internationaux et les marchés nationaux à mesure que ces derniers s'ouvraient, nous assistons actuellement à une restructuration normale. De nombreuses institutions abandonnent des secteurs du marché qu'elles jugent non rentables pour concentrer leurs efforts et leurs ressources dans les secteurs où elles connaissent plus de succès.

Deuxièmement, il reste encore d'importants obstacles institutionnels à la mondialisation des marchés de nombreux types de titres. La liquidité est encore surtout confinée aux marchés nationaux. De plus, des différences au

niveau des règlements sur les prospectus et des pratiques comptables entravent les émissions internationales et le commerce transfrontalier des titres. Plusieurs organisations internationales travaillent depuis plus de 15 ans à harmoniser les normes dans ces domaines. Elles ont accompli certains progrès, mais il reste beaucoup à faire.

Par ailleurs, les mécanismes de compensation et de règlement varient d'un pays à l'autre : dans certains pays, les règlements prennent quelques jours; dans d'autres, des semaines.

Enfin, il reste dans certains pays des obstacles à la circulation internationale des capitaux et à l'établissement des institutions étrangères sur les marchés nationaux.

Des chocs externes et une surexpansion quand les marchés sont à la hausse feront avancer la mondialisation, à un rythme variable, tantôt plus lent, tantôt plus rapide. Dans ce contexte, une rationalisation du secteur financier à l'échelle mondiale est à prévoir. Selon beaucoup d'observateurs, cinq à 10 institutions financières internationales pourraient émerger de ce processus, tandis que les autres se trouveront des créneaux particuliers, se spécialisant dans certaines régions ou dans certains instruments.

L'internationalisation des marchés financiers a amené des avantages globaux, en particulier aux institutions financières et aux gros prêteurs et emprunteurs, malgré un certain accroissement des risques. À mesure que la mondialisation progressera, ces avantages seront renforcés et peut-être diffusés plus largement. Néanmoins, beaucoup d'utilisateurs de services financiers – sur le marché de détail, en particulier – ne profitent pas de ces avantages et, dans certains cas, ils ont peut-être même été exposés à des risques accrus, parce qu'ils ont, par exemple, traité avec des institutions financières qui étaient elles-mêmes exposées à des risques plus grands. L'une des principales tâches des gouvernements et des organismes de réglementation sera d'offrir à tous les utilisateurs de services financiers la possibilité de profiter pleinement de tous les avantages que comporte la mondialisation des marchés, tout en limitant les risques qu'elle comporte pour les utilisateurs et pour l'économie dans son ensemble.

5 Les institutions étrangères sur les marchés nationaux

L'internationalisation grandissante des marchés financiers, dans les années 70 et 80, a été caractérisée par une très forte augmentation de la part des services financiers fournis par des institutions non résidentes et par l'implantation d'institutions étrangères sur les marchés intérieurs. Cette internationalisation s'est manifestée par une croissance rapide des activités des institutions financières à l'étranger et, plus récemment, par la hausse du nombre de sociétés multinationales ayant des établissements dans de nombreux pays. En 1988, par exemple, les six plus grandes banques canadiennes comptaient 558 établissements dans plus de 50 pays et les maisons de courtage en valeurs mobilières canadiennes, 57 établissements dans 12 pays. La même année, 57 banques étrangères exploitaient des filiales au Canada et 44 y avaient établi un bureau de représentation[1].

Le mouvement de mondialisation des années 80 a accentué les pressions visant à éliminer les obstacles qui entravent encore le commerce international de services financiers. Au Canada et ailleurs, les derniers obstacles majeurs sont des restrictions qui limitent le droit d'établissement – c'est-à-dire le droit des institutions financières d'un pays d'exercer des activités dans un autre pays – et la gamme d'activités auxquelles les institutions étrangères peuvent se livrer sur les marchés nationaux.

Trois façons de s'établir

La plupart des institutions financières qui décident de s'établir à l'étranger ont le choix entre trois grands types d'organisation : le bureau de représentation, la succursale ou la filiale. Mais leur choix peut être limité par la réglementation en vigueur dans le pays d'accueil ou dans leur pays d'origine.

Le genre d'organisation le plus couramment autorisé est le bureau de représentation, qui a pour but de permettre aux institutions d'établir des relations à l'étranger et de recueillir de l'information. Ces bureaux ne consentent pas de prêts et n'acceptent pas de dépôts, mais dirigent plutôt ces opérations au siège social. La succursale, elle, fait partie de l'institution principale sur le plan juridique et elle est le prolongement de sa structure. Les succursales à l'étranger peuvent accorder des prêts et accepter des dépôts et elles offrent, en outre, d'autres services que l'institution fournit normalement dans son pays d'origine, dans la mesure où elles y sont autorisées par les lois du pays d'accueil. Enfin, la filiale est une institution du pays dans lequel elle est établie et, par conséquent, elle est régie par les lois de ce pays et non par celles du pays d'origine de la maison mère[2].

Les institutions canadiennes à l'étranger

Les banques, les maisons de courtage et les compagnies d'assurance canadiennes ont établi des succursales, des filiales et des bureaux de représentation dans d'autres pays il y a déjà très longtemps.

Les banques et les sociétés de fiducie

Au XIX[e] siècle, plusieurs banques canadiennes ont établi des succursales ou des agences à l'étranger, souvent très peu de temps après leur propre création. De façon générale, leurs activités à l'étranger étaient parallèles aux relations commerciales qu'entretenait le Canada avec la Grande-Bretagne et ses colonies, et avec les États-Unis. Les opérations bancaires des succursales étrangères des banques canadiennes se rapportaient en grande partie au financement des activités commerciales des entreprises canadiennes et, en particulier, à la mobilisation de capitaux pour les administrations publiques du Canada.

En 1818, la Banque de Montréal ouvrait un établissement à New York, principalement pour financer le commerce entre le Canada et les États-Unis, puis, en 1861, un bureau à Chicago pour financer les expéditions de blé des États-Unis par la voie maritime du Saint-Laurent et, moins de 10 ans plus tard, elle s'établissait à Londres. D'autres banques canadiennes étaient également actives à l'étranger, notamment la Banque de Commerce Canadienne Impériale, qui a ouvert sa succursale londonienne en 1867.

En 1959, les banques canadiennes avaient ouvert 156 établissements à l'étranger; en 1980, elles en comptaient 421 et en 1988, 558. Pendant les années 80, elles ont enregistré leur plus forte expansion aux États-Unis, tandis que le nombre de leurs établissements en Europe accusait une forte diminution (tableau 5-1). Le type d'établissement que

Tableau 5-1

Nombre d'établissements des six principales banques à charte canadiennes à l'étranger, 1965, 1980 et 1988

	1965	1980	1988
États-Unis	26	47	132
Europe	27	99	71
Royaume-Uni	13	46	39
France	5	11	7
Allemagne	7	12	9
Autres	2	30	16
Antilles	145	159	218
Bahamas	19	26	44
Barbade	8	10	19
Îles Caïmans	1	4	4
Jamaïque	62	57	48
Îles vierges britanniques	3	4	5
Porto Rico	8	11	33
République dominicaine	12	13	14
Trinidad et Tobago	22	19	18
Autres	10	15	33
Amérique centrale et du Sud	54	32	50
Argentine	3	5	4
Belize	5	6	4
Brésil	4	7	32
Guyane	7	2	1
Mexique	1	4	4
Venezuela	7	2	2
Panama	–	5	2
Autres	27	1	1
Asie et région du Pacifique	4	74	83
Australie	–	19	21
Hongkong	1	28	30
Japon	3	5	7
Singapour	–	8	8
Autres	–	14	17
Afrique et Moyen-Orient	–	10	4
Bahreïn	–	2	1
Égypte	–	1	1
Liban	–	3	2
Émirats arabes unis	–	3	1
Autres	–	1	–
Total	256	421	558
Dont :			
Succursales	207	189	148
Agences et bureaux de représentation	41	80	52
Filiales et établissements affiliés	8	152	358

SOURCE P. Nagy, *The International Business of Canadian Banks*, Centre d'études en administration internationale, Montréal, École des hautes études commerciales, 1983, p. 54 et 55 (pour 1965 seulement); et estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données fournies par les principales banques à charte.

les banques canadiennes exploitent à l'étranger a également changé; il s'agit maintenant davantage de filiales que de succursales.

Naturellement, la multiplication des établissements de banques canadiennes à l'étranger s'est accompagnée d'un accroissement de l'actif et du passif en devises étrangères inscrits à l'extérieur du Canada (graphique 5-1). Plus de 90 % des prêts aux non-résidents sont inscrits à l'étranger, contre seulement 2 % des prêts aux résidents. En outre, les opérations inscrites à l'étranger ont fourni 31 % du revenu total des banques pour l'année financière 1987, mais elles ne représentent qu'une partie des activités des banques canadiennes comptabilisées par l'intermédiaire de leurs établissements étrangers. Avant 1987, en effet, il était interdit aux banques canadiennes de se livrer à la négociation et à la souscription de titres au Canada, mais elles y étaient autorisées dans de nombreux pays. Ces activités constituaient donc une part importante de leurs opérations à l'étranger.

Les sociétés de fiducie canadiennes, bien qu'assujetties à des dispositions législatives différentes et dotées de

Graphique 5-1

Proportion des avoirs et engagements en devises étrangères des banques canadiennes comptabilisés à l'étranger, 1967-1988

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*, divers numéros.

pouvoirs différents, sont considérées à l'étranger comme des banques avec pouvoirs fiduciaires, semblables à certaines banques américaines ou japonaises. En 1987, une seule société de fiducie canadienne exploitait des succursales à l'étranger. Plus récemment, d'autres ont acheté des institutions aux États-Unis, mais leur rôle sur les marchés internationaux est éclipsé par celui des banques.

Les maisons de courtage en valeurs mobilières

Les maisons de courtage en valeurs mobilières, créées après les banques, ont elles aussi ouvert des bureaux à l'étranger, mais beaucoup plus tard. À l'origine, la négociation de titres canadiens était principalement effectuée par les banques. Au début du siècle, il existait de nombreuses maisons de courtage au Canada qui poursuivaient normalement leurs activités à l'étranger par l'intermédiaire de maisons avec lesquelles elles entretenaient des rapports de coopération. *Dominion Securities* a ouvert un bureau à Londres en 1905, suivie de *Merrill Lynch Canada* (filiale canadienne de la maison américaine) en 1908 et de *Wood Gundy* deux ans plus tard. En 1970, les maisons de courtage canadiennes exploitaient 37 bureaux à l'étranger – les 14 plus grandes en possédant 30 – et, en 1988, 57.

D'après les résultats d'une enquête menée en 1984 par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, 10 sociétés membres qui avaient des filiales ou des bureaux à l'étranger en retiraient en moyenne 9 % de leur revenu, ce qui est moins que les banques.

Les compagnies d'assurance

La première compagnie d'assurance-vie canadienne a été mise sur pied en 1847. En 1885, ce secteur d'activité était composé de 10 compagnies. Peu de temps après, plusieurs d'entre elles ont étendu leurs activités aux marchés étrangers. Après la Seconde Guerre mondiale, de nombreux pays ont imposé des restrictions – toujours en vigueur – aux activités des compagnies d'assurance-vie étrangères, mais pas les États-Unis et le Royaume-Uni. En 1987, les polices souscrites à l'étranger fournissaient près de 45 % des primes totales que touchaient les compagnies d'assurance-vie canadiennes.

Les institutions étrangères au Canada

Dans plusieurs secteurs du marché financier canadien, la présence des institutions étrangères est un phénomène plutôt récent. Les compagnies d'assurance étrangères ont été autorisées à s'implanter au Canada il y a longtemps, mais les banques et les maisons de courtage, si elles ont d'abord eu la voie libre, ont dû par la suite faire face à des restrictions rigoureuses, et c'est seulement tout récemment que les conditions se sont de nouveau assouplies pour elles.

Les compagnies d'assurance-vie

Les premières compagnies d'assurance-vie à s'établir au Canada étaient d'origine britannique ou américaine. Les compagnies étrangères ont toujours été plus nombreuses que les compagnies canadiennes, du moins parmi celles qui sont enregistrées auprès des autorités fédérales[3]. Mais depuis 1885, la valeur totale nette de l'assurance souscrite auprès des compagnies étrangères est plus faible que celle des compagnies canadiennes. Des 165 compagnies d'assurance-vie qui exerçaient leurs activités au Canada à la fin de 1987, 77 étaient canadiennes, 67 appartenaient à des intérêts américains, 10 à des intérêts britanniques et 11 avaient leur siège social dans d'autres pays d'Europe[4]. La même année, les compagnies canadiennes étaient à l'origine de 82,6 % de l'assurance-vie souscrite par les Canadiens, et dont la valeur atteignait 898 milliards de dollars.

Les banques

La première banque étrangère à s'établir au Canada était la *Barclays Bank*, qui a ouvert ses portes à Montréal en 1928. Sont venues s'ajouter, plus de 20 ans plus tard, deux banques suisses et une banque des Pays-Bas.

À l'origine, les banques européennes ayant des bureaux au Canada s'occupaient surtout des placements de portefeuille des investisseurs européens. Jusqu'au début des années 60, la présence des banques étrangères au Canada était tout au plus marginale. En outre, en 1966, 89 % des actions des banques (étrangères et canadiennes) étaient détenues par des Canadiens même si, avant 1967, la *Loi sur les banques* ne prévoyait aucune limite à la propriété étrangère des banques canadiennes.

Durant cette période, il était interdit à une banque canadienne d'en absorber une autre, en dépit du fait qu'aucune loi n'interdisait à une banque étrangère de prendre le contrôle partiel ou total d'une banque canadienne, sous réserve de l'approbation préalable du ministre des Finances. Après l'achat, en 1963, de la *Mercantile Bank* (une des banques européennes établies au Canada) par la *First National City Bank* de New York (maintenant *Citibank*), la *Loi sur les banques* a été modifiée en 1967 pour restreindre l'accès des

banques étrangères au marché canadien, parce qu'on craignait que l'entrée d'une importante banque des États-Unis ne mène à une mainmise américaine d'ampleur inacceptable sur le marché canadien des services bancaires de détail. À cette époque, devant l'investissement étranger direct au Canada, notamment par des Américains, beaucoup s'inquiétaient de la capacité des Canadiens d'assurer leur autonomie économique. La *Loi sur les banques* de 1967 partait du principe qu'il était judicieux et souhaitable que le secteur bancaire demeure contrôlé par des intérêts canadiens. En vertu de cette loi, aucun actionnaire ne pouvait détenir à lui seul plus de 10 % des actions d'une banque, et la participation globale des non-résidents ne pouvait dépasser 25 %[5]. Bien que ces dispositions n'aient pas été rétroactives, la croissance d'une banque qui ne se conformait pas à ces exigences était limitée. Après l'adoption de la loi, la *Citibank* a progressivement réduit ses intérêts dans la *Mercantile Bank* de sorte qu'en 1975, elle avait abaissé à 24,2 % sa participation sous forme d'actions ordinaires en circulation. En 1986, la *Mercantile Bank* était absorbée par la Banque Nationale du Canada.

En vertu de la *Loi sur les banques* de 1967, les banques étrangères ne pouvaient être des banques à part entière sur le marché canadien, mais elles pouvaient constituer des filiales au niveau provincial ou fédéral, pourvu que celles-ci ne s'appellent pas des banques et n'acceptent pas de dépôts pouvant être virés par chèque. Ainsi, entre 1967 et 1980, les banques étrangères ont accru leur part du marché canadien, principalement par l'intermédiaire de filiales à charte provinciale.

Au début des années 70, le marché canadien présentait un intérêt pour les banques étrangères, à cause de la vigoureuse croissance de l'économie, de la forte demande de capitaux (surtout dans les secteurs de l'énergie et des ressources naturelles) et de la stabilité du climat politique. En 1976, 60 banques étrangères, dont environ une trentaine des États-Unis, possédaient des intérêts dans quelque 120 filiales canadiennes qui se livraient surtout à des opérations sur le marché monétaire et à des prêts commerciaux. On dénombrait en outre plus de 40 bureaux de représentation de banques étrangères au Canada.

Entre 1974 et 1981, la croissance de l'actif de ces filiales correspondait à environ deux fois celle de l'actif canadien des banques à charte (voir le tableau 5-2). Ces filiales s'occupaient surtout de consentir des prêts importants variant entre 2 et 8 millions de dollars[6] et elles fournissaient aussi certains services financiers – par exemple, le crédit-bail et l'affacturage – que ne pouvaient offrir les banques canadiennes. Contrairement aux banques à charte, elles n'étaient pas tenues de conserver des réserves obligatoires. Sur ce plan, les filiales de banques étrangères bénéficiaient d'un avantage concurrentiel par rapport aux banques canadiennes. Toutefois, comme elles ne pouvaient accepter de dépôts payables par chèques, ces filiales devaient financer leurs activités par d'autres moyens, plus coûteux (principalement par l'émission de papier commercial); par contre, leurs emprunts pouvaient être garantis par la banque mère.

Compte tenu des avantages que comportait la participation des institutions étrangères au secteur bancaire canadien, la *Loi sur les banques* a été modifiée en 1980 pour assujettir les filiales de banques étrangères aux organismes de réglementation canadiens. Pour ce faire, une nouvelle catégorie de banques – celles de l'Annexe B – a été ajoutée à la loi. Par suite de l'adoption des modifications proposées, de nombreuses banques étrangères ont créé des filiales canadiennes auxquelles elles ont confié la responsabilité de leurs activités au Canada.

Avant la signature de l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis, le total de l'actif de toutes les banques appartenant à des intérêts étrangers ne pouvait pas dépasser une certaine limite qui était fixée, à la signature de l'accord, à 16 % du total de l'actif canadien de toutes les banques exerçant leurs activités au Canada. De plus, ces

Tableau 5-2

Actif des filiales canadiennes[1] de banques étrangères et actif canadien des banques à charte, 1974-1981[2]

En millions de dollars

	Filiales canadiennes de banques étrangères	Banques à charte
1974	1 596[3]	68 481
1975	1 823	77 169
1976	2 090	88 790
1977	2 837	102 819
1978	3 725	122 128
1979	5 164	147 574
1980	8 579	171 296
1981	11 010[4]	184 999

1 Les institutions financières établies en vertu des lois fédérales ou provinciales et dont la plupart des actions sont détenues par des banques étrangères. Les données ne tiennent pas compte des bureaux de représentation des banques étrangères pour lesquelles les prêts aux entreprises et les opérations sur le marché monétaire n'entrent pas dans les activités principales.

2 Après le mois d'août 1981, les filiales de banques étrangères sont devenues des banques de l'Annexe B, et les données s'y rapportant ne sont donc pas directement comparables aux données pour la période antérieure à août 1981.

3 Moyenne de juin à décembre.

4 Moyenne de janvier à juillet.

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*, divers numéros.

filiales ne pouvaient pas ouvrir plus d'une succursale au pays sans l'approbation du gouvernement fédéral (laquelle n'a jamais été refusée). L'Accord de libre-échange exempte par contre les banques américaines, individuellement et collectivement, du plafond sur la croissance de l'actif. Dans le cas des filiales canadiennes de banques non américaines, ce plafond a été abaissé à 12 % du total de l'actif canadien de toutes les banques qui opèrent au Canada. Les banques américaines ont également été exemptées de l'obligation de demander au préalable l'approbation d'ouvrir de nouvelles succursales, et les ressortissants américains ont aussi été exemptés de la limite de 25 % sur leur participation collective dans les banques canadiennes.

Une filiale de banque étrangère, en plus d'avoir à limiter ses actifs et à obtenir l'approbation du ministre des Finances pour ouvrir plus d'une succursale, doit prouver au ministre que la banque mère a bonne réputation et qu'elle est décidée à favoriser la concurrence au Canada. Le ministre doit aussi être assuré que les conditions imposées à l'entrée des banques canadiennes sur le marché national de la banque mère de la filiale étrangère sont aussi favorables que les conditions d'entrée de cette dernière au Canada, ou qu'elles le seront dans un avenir prévisible.

Pour éviter les conflits d'intérêt, la banque mère d'une banque de l'Annexe B peut posséder une autre filiale au Canada seulement si cette dernière se livre à des activités auxquelles sont autorisées les filiales des banques canadiennes. En outre, les filiales canadiennes de banques étrangères doivent obtenir au moins la moitié de leurs actifs en dollars canadiens par des emprunts en dollars canadiens. Cette exigence a pour objet de permettre à la Banque du Canada de contrôler les mouvements de devises étrangères. Comme auparavant, les banques étrangères peuvent établir des bureaux de représentation au Canada, mais ceux-ci doivent être enregistrés auprès du Surintendant des institutions financières et ils doivent seulement acheminer des affaires à la banque mère ou recueillir de l'information sur les clients possibles. Les banques étrangères qui souhaitent ouvrir des succursales au Canada doivent d'abord créer une filiale qui pourra par la suite, après en avoir obtenu l'autorisation du ministre, ouvrir des succursales.

Les banques étrangères peuvent aussi conserver leur filiales non bancaires si celles-ci n'acceptent pas de dépôts pouvant faire l'objet de virement par chèque et si elles cessent d'offrir des services de crédit-bail et d'affacturage. De plus, ces filiales ne peuvent pas faire garantir leurs emprunts par leur banque mère, ce qui réduit beaucoup leur aptitude à soutenir la concurrence, puisque ces garanties constituaient l'un de leurs principaux avantages par rapport aux banques à charte.

À la fin de 1983, on dénombrait au Canada 58 filiales de banques étrangères, dont l'actif représentait 7 % de l'actif canadien total des banques canadiennes. En 1988, le nombre de filiales était relativement le même, mais leur part des actifs atteignait environ 11 %; elles comptaient 268 succursales au pays. En 1988, le plus grand groupe de banques étrangères provenait des États-Unis, mais, ces dernières années, la part de l'actif détenue par les filiales américaines a diminué (tableau 5-3).

Les maisons de courtage

La propriété étrangère des maisons de courtage canadiennes n'a pas été un enjeu politique avant 1969. L'industrie était dominée par les maisons canadiennes. En 1927, par exemple, 60 % des titres souscrits étaient traités par cinq maisons de courtage canadiennes et par la Banque de Montréal; 40 ans plus tard, les maisons de courtage étrangères recevaient seulement 11 % des commissions tirées de la négociation de valeurs mobilières au Canada. Au début des années 70, sur les 182 maisons de courtage qui étaient inscrites aux bourses de Toronto, de Montréal et de Vancouver, seulement 15 environ appartenaient à des intérêts étrangers (principalement américains). Quelque 100 autres maisons de courtage, dont environ 10 d'origine étrangère, n'étaient enregistrées auprès d'aucune bourse.

En 1969, la maison de courtage américaine *Merrill Lynch* prenait le contrôle de *Royal Securities*. À cette époque, la sous-capitalisation des maisons de courtage de l'Ontario ne préoccupait pas vraiment les esprits, mais on craignait, du moins dans cette province, que l'industrie des valeurs mobilières ne soit de plus en plus contrôlée par des intérêts étrangers. À la suite de la publication du rapport du Comité Moore, en 1970, et de la déclaration de principe du Comité conjoint sur l'industrie, en 1971, des règlements ont limité en Ontario à 10 % des actions d'une maison de courtage la part que pouvait détenir un non-résident unique et ses associés et ses filiales, et à 25 % la part que pouvaient détenir, collectivement, tous les non-résidents. Les maisons de courtage existantes qui appartenaient à des non-résidents et ne satisfaisaient pas aux nouveaux critères ont bénéficié d'une clause de droits acquis. En 1974, le taux de croissance de l'actif des maisons de courtage auxquelles s'appliquait cette clause a été limité au taux moyen des grandes maisons de courtage de l'Ontario. Toutefois, les entreprises étrangères pouvaient exercer leurs activités sans restriction sur le marché exempté.

Au Québec, dans le rapport du Comité Bouchard (1972), rédigé après les événements qui ont secoué le secteur des valeurs mobilières en Ontario, il a été recommandé de ne

Tableau 5-3

Filiales de banques étrangères au Canada, 1983 et 1988

	Nombre		Proportion		Répartition des actifs	
	1983	1988	1983	1988	1983	1988
			En pourcentage			
Pays ou région d'origine :						
États-Unis	20	15	34,5	26,3	45,8	26,7
Royaume-Uni	6	4	10,3	7,0	14,4	21,0
Japon	7	11	12,1	19,3	9,7	12,5
Europe continentale	16	16[1]	27,6	28,1	25,4	28,1
Reste du monde	9	11[2]	15,5	19,3	4,8	11,6
Total	58	57	100,0	100,0	100,0	100,0

1 Cinq filiales d'institutions de la France, trois de la Suisse, deux de l'Allemagne de l'Ouest et de l'Italie et une chacune des Pays-Bas, du Luxembourg, de l'Espagne et de la Grèce.

2 Trois filiales d'institutions d'Israël, deux de la Corée et de Singapour, et une chacune de Hongkong, de l'Inde, de l'Australie et de Taiwan.

SOURCE Association des banquiers canadiens, *Statistiques financières* (*Filiales de banques étrangères*), Toronto, janvier 1989.

pas empêcher l'accès des étrangers au marché des valeurs mobilières du Québec[7]. Contrairement à l'opinion généralement répandue en Ontario, on était d'avis qu'une participation étrangère renforcerait la capitalisation de l'industrie québécoise des valeurs mobilières. En 1973, le gouvernement du Québec a ainsi décidé de ne pas restreindre l'entrée des maisons de courtage étrangères sur le marché de la province ni l'acquisition par celles-ci d'une participation dans les maisons existantes. En 1983, la Commission des valeurs mobilières du Québec (l'organisme provincial de réglementation) a ordonné à la bourse de Montréal de supprimer ses restrictions à l'inscription des maisons étrangères.

L'internationalisation des marchés financiers et la nécessité, pour une industrie aussi jalousement protégée que celle des valeurs mobilières en Ontario, de devenir plus compétitive et d'accroître sa capitalisation ont forcé celle-ci à s'ouvrir sur l'extérieur. Ainsi, depuis juin 1987, les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés de fiducie canadiennes peuvent posséder jusqu'à 100 % du capital-actions d'une maison de courtage canadienne de l'Ontario. Également à compter de juin 1987, les étrangers pouvaient acquérir jusqu'à 50 % du stock de capital d'une maison de courtage canadienne enregistrée en Ontario. Cette restriction devait être levée en juin 1988, et une maison de courtage étrangère a maintenant accès à tous les secteurs du commerce des valeurs mobilières en Ontario après s'être inscrite comme négociant étranger[8]. Toutefois, elle se verra refuser l'entrée si son pays d'origine impose des restrictions à l'établissement des maisons de courtage canadiennes sur son marché intérieur. En outre, le marché exempté ayant été éliminé en Ontario, toutes les maisons de courtage sont maintenant tenues de s'enregistrer auprès de la Commission des valeurs mobilières. Depuis juillet 1987, des institutions étrangères ont acquis une participation dans cinq maisons de courtage ontariennes. Plusieurs autres maisons étrangères – japonaises en particulier – ont établi des filiales et obtenu un siège à la bourse de Toronto.

L'établissement à l'étranger

La mondialisation des marchés financiers et la diminution des obstacles aux mouvements internationaux des capitaux et à l'investissement étranger direct dans le secteur financier ont élargi pour les institutions financières les possibilités d'accroître le rendement de leurs actions par la pénétration des marchés étrangers. Parallèlement, les institutions nationales ont dû s'adapter à la concurrence des entreprises étrangères sur leur territoire et au fait que bon nombre de leurs clients pouvaient dorénavant mobiliser des capitaux à l'étranger. Pour tirer parti des possibilités nouvelles et pour continuer de répondre aux besoins de leur clientèle en matière de financement, de nombreuses institutions ont élaboré des stratégies d'expansion de leurs activités à l'étranger, en fonction de ce qu'elles croyaient être leurs avantages naturels, de ce qui leur semblait la meilleure façon de soutenir la concurrence et d'une évaluation des coûts sous-jacents.

Pour mettre au point une stratégie d'implantation sur des marchés étrangers, une institution financière doit d'abord préciser les produits et les services qu'elle souhaite offrir et les clients qu'elle vise. La stratégie, naturellement, dépendra en partie de la nature des activités de l'institution et elle aura une importance déterminante dans le choix du mode d'établissement de l'institution à l'étranger.

Dans cette perspective, les compagnies d'assurance se distinguent nettement des banques et des maisons de courtage puisque leurs activités consistent surtout à vendre au détail des polices d'assurance-vie et des rentes. Elles peuvent investir sur le marché de gros, mais à titre d'acheteurs d'importants blocs d'actifs plutôt que de négociateurs. Les possibilités qui s'offrent à elles sont donc assez limitées.

Les banques et les maisons de courtage ont beaucoup plus de latitude. Elles peuvent décider d'axer leurs opérations sur le besoin de capitaux étrangers de leurs compatriotes et de s'abstenir de toute activité sur les marchés intérieurs d'autres pays. Ou encore, elles peuvent offrir une gamme complète de produits et de services bancaires et de courtage sur les marchés étrangers de détail et des entreprises, si la réglementation locale le permet. Elles peuvent aussi se spécialiser dans un domaine, comme les services bancaires de détail ou de gros, la négociation de valeurs mobilières ou les services bancaires d'investissement.

À l'heure actuelle, il y a très peu d'institutions financières qui s'efforcent de constituer une société de services financiers mondiale. En fait, la plupart des institutions financières ont des opérations étrangères plutôt limitées. Certaines cherchent à fournir des produits sur les marchés de détail et de gros à la fois, mais la majorité se limitent au marché de gros.

Il est difficile pour une institution étrangère de s'implanter sur les marchés de détail à cause de la concurrence farouche que lui opposent les institutions du pays hôte, lesquelles sont mieux renseignées sur les marchés et ont déjà mis en place des systèmes de distribution. C'est tout particulièrement le cas sur le marché canadien des services bancaires au détail, où les banques de l'Annexe A peuvent compter sur un réseau étendu de succursales. Il y a bien sûr des exceptions – par exemple, les institutions, comme Merrill Lynch Canada, qui sont établies dans un pays depuis longtemps et ont pu y mettre sur pied leurs propres réseaux de distribution. Certaines institutions, comme la Banque Hongkong du Canada et la Banque Lloyds du Canada, ont pu se doter d'un réseau au Canada par l'acquisition de banques de l'Annexe A ayant des succursales.

En ce qui concerne la clientèle visée dans les opérations à l'étranger, la stratégie des banques canadiennes se distingue assez nettement de celle de certaines grandes banques et maisons de courtage américaines, britanniques, françaises, allemandes de l'Ouest et suisses, qui se considèrent comme des institutions véritablement internationales offrant des services à des clients de nombreux pays. Quant à la plupart des banques et des maisons de courtage du Japon, elles ont actuellement pour stratégie de vendre des titres japonais ou d'acheter des titres à l'étranger pour leurs compatriotes. Cette stratégie est toutefois susceptible de changer, car les banques nippones intensifient leurs efforts pour fournir des services aux entreprises étrangères, à mesure qu'elles se familiarisent avec les marchés étrangers.

Le choix du mode d'établissement

Le genre d'organisation que choisira l'institution financière dépendra de la nature des opérations que l'établissement à l'étranger devra effectuer et de la stratégie globale de l'institution. Puisque le bureau de représentation est surtout un moyen d'établir des relations dans le pays, la plupart des institutions financières voulant prendre de l'expansion à l'étranger sont habituellement amenées à choisir entre la succursale et la filiale.

En ce qui concerne les activités auxquelles les institutions financières sont autorisées à se livrer à l'étranger par les lois de leur pays d'origine, la succursale est de loin préférable dans la plupart des cas, car elle est plus souple et moins coûteuse que la filiale et elle relève de l'autorité directe de l'institution mère[9]. Lorsque le montant de prêts est limité par le capital dont dispose l'institution, la succursale offre une plus grande latitude puisqu'elle peut puiser dans les ressources financières de la société mère. En outre, les clients de la succursale locale d'une institution étrangère considèrent souvent qu'ils font affaire avec la société mère et qu'ils bénéficient de l'ensemble de ses ressources financières et techniques. Les autorités de certains pays hôtes exigent seulement que la société mère ait un capital de base déterminé et qu'elle supervise convenablement les activités de ses succursales; mais dès lors que les succursales sont tenues d'avoir des dépôts ne dépassant pas la valeur du capital de base fixé, ce genre d'organisation ne présente plus d'avantages.

La succursale est aussi un genre d'organisation moins avantageux lorsque la réglementation en vigueur dans le pays d'origine, notamment en ce qui concerne les pouvoirs, tend à limiter la participation de la succursale aux activités qui sont permises aux institutions du pays d'accueil. Par exemple, la succursale d'une banque américaine établie au

Royaume-Uni ou en Allemagne de l'Ouest ne peut pas souscrire des titres d'entreprises parce que la loi interdit cette activité aux banques aux États-Unis. Dans ces conditions, une filiale peut effectuer des opérations que ne peut accomplir une succursale. À Londres, les filiales de banques canadiennes et américaines s'occupent, depuis de nombreuses années, du courtage et de la souscription de titres d'emprunt et de titres de participation, même s'il était interdit aux banques de se livrer à ces activités dans leur pays d'origine.

Les instances de réglementation des pays d'accueil préfèrent la formule des filiales parce qu'ils peuvent exercer un contrôle plus direct sur leurs opérations. Puisqu'une filiale a le statut d'une institution nationale dans le pays d'accueil, elle doit se conformer à toutes les exigences de ce dernier en matière de surveillance et de réglementation, au même titre que les autres institutions du pays[10].

En outre, une filiale est plus à l'abri qu'une succursale des difficultés financières de l'institution mère. Par exemple, si cette dernière venait à faire faillite, les obligations contractées dans les succursales à l'étranger feraient normalement l'objet du même traitement que toutes les autres dettes de l'institution. Puisqu'une filiale est une entité autonome et possède donc un actif et un passif propres, la faillite de la banque mère n'entraînerait pas nécessairement celle de la filiale.

Pour ces raisons, le Canada n'autorise pas les banques étrangères à établir des succursales, contrairement à la plupart des autres pays, bien que, dans de nombreux cas, les autorités du pays d'accueil exercent un certain contrôle en exigeant, par exemple, des réserves obligatoires pour garantir les dépôts.

En dernière analyse, le choix entre le bureau de représentation, la succursale et la filiale, lorsqu'il n'est pas déterminé à l'avance par la réglementation, est indissociable de la décision de l'institution d'étendre ses opérations à l'étranger. Et ces deux décisions sont surtout déterminées par les coûts, à savoir ceux qui se rattachent aux opérations, à l'information, à la réglementation et à l'impôt.

Le coût des transactions

L'institution financière qui souhaite s'implanter sur le marché de détail d'un autre pays doit au moins y mettre sur pied un réseau de distribution et peut-être aussi de « production ». Elle peut offrir certains services bancaires aux sociétés – par exemple, des services bancaires d'investissement et d'émission de titres – à partir de son pays d'origine, mais sa présence sur les marchés de Londres et de New York lui permet d'améliorer les services fournis en exposant les émissions à un marché international plus vaste. L'institution pourrait aussi répondre aux besoins internationaux de ses compatriotes par le truchement d'un réseau de banques correspondantes déjà établies dans d'autres pays. Mais cette façon de procéder ne serait pas la meilleure puisque l'institution ne pourrait contrôler directement la qualité des services offerts par la banque correspondante et s'exposerait à perdre des clients au profit de cette dernière.

Le coût de l'information

L'établissement d'une succursale, d'une filiale ou d'un bureau de représentation dans un autre pays permet à l'institution financière d'obtenir en temps opportun une information qui, par d'autres moyens, lui coûterait très cher ou serait parfois impossible à recueillir. Les banquiers du Canada et d'ailleurs que nous avons rencontrés ont clairement indiqué que la collecte de l'information était l'une des opérations les plus coûteuses et l'une des principales raisons qui poussaient une institution à s'établir à l'étranger.

Les représentants de banques étrangères au Canada ont signalé qu'il leur fallait absolument s'établir au Canada pour obtenir l'information nécessaire sur les sociétés canadiennes pour évaluer les risques courus en leur consentant des prêts et déterminer le taux d'intérêt qui convient. En établissant un bureau dans un autre pays, l'institution peut en outre se familiariser avec les usages et coutumes du pays.

Le coût de la réglementation

Les restrictions à la libre circulation internationale des capitaux et d'autres formes de réglementation peuvent inciter les institutions financières à s'installer à l'étranger. Ainsi, les restrictions imposées par les États-Unis de 1965 à 1974, pour limiter le montant des prêts accordés par les institutions financières de ce pays aux entreprises étrangères ou aux divisions étrangères de sociétés multinationales américaines, sont l'une des raisons qui ont motivé les banques américaines à étendre leurs activités à l'étranger durant les années 70. Les établissements de ces dernières à l'étranger pouvaient mobiliser des capitaux et accorder des prêts à quiconque, sans restrictions.

De même, comme les banques canadiennes ne pouvaient pas, avant 1987, souscrire les émissions de titres de sociétés au Canada, elles ont décidé d'ouvrir des bureaux à l'étranger, notamment à Londres, où elles pouvaient souscrire les

émissions des sociétés canadiennes clientes et, ainsi, répondre à tous leurs besoins.

La fiscalité

Le régime fiscal des institutions financières peut lui aussi être un motif d'établissement à l'étranger. De façon générale, les institutions sont assujetties à l'impôt sur le revenu, à l'impôt foncier et à d'autres taxes d'affaires. En établissant des succursales ou des filiales dans des pays où les taux d'imposition sont moins élevés, elles peuvent abaisser les taxes d'affaires et l'impôt foncier qu'elles ont à payer et reporter l'impôt sur le revenu. Les banques n'ont d'ailleurs pas tardé à installer des établissements dans les « paradis fiscaux » (Bahamas, îles Caïmans, Luxembourg et autres) où l'impôt sur le revenu et la taxe d'affaires, quand ils existent, sont très faibles.

Pour enrayer la fuite d'activités vers ces paradis fiscaux, certains pays ont créé leurs propres refuges fiscaux intérieurs dans lesquels les banques du pays peuvent fournir certains services bancaires internationaux sous un régime fiscal plus favorable. Les établissements bancaires internationaux aux États-Unis et les banques extraterritoriales au Japon en sont des exemples. Au Canada, la *Loi de l'impôt sur le revenu* a été modifiée pour faire de Vancouver et de Montréal des centres bancaires internationaux.

La notion de centre bancaire international varie d'un pays à l'autre et même, au Canada, d'un palier de gouvernement à l'autre. Ainsi, en vertu de la législation fédérale en vigueur, les institutions de dépôt de Montréal et de Vancouver pourront accepter des dépôts de non-résidents et leur consentir des prêts sans avoir à payer d'impôt sur les bénéfices tirés de ces opérations. Toutefois, les bénéfices qui proviennent des services de courtage, des lettres de crédit et des opérations de change resteront imposables, et les pertes sur prêts ne sont pas déductibles.

Les gouvernements du Québec et de la Colombie-Britannique considèrent le centre bancaire international dans une perspective plus large que celle du gouvernement fédéral. En vertu de la loi québécoise, aucun impôt provincial ne sera prélevé sur les gains en capital, sur les bénéfices des sociétés ou sur le revenu de certains employés, quand ils résultent des opérations financières internationales effectuées à Montréal. Une entreprise dont les opérations s'inscrivent dans le champ d'activité du centre bancaire international de Montréal peut, en plus de négocier des titres, souscrire les titres d'un organisme étranger ou d'une société canadienne, si ces titres sont émis à des non-résidents, gérer les portefeuilles de non-résidents, accepter et émettre des lettres de crédit pour des non-résidents si les biens ne sont pas exportés vers le Canada ou importés du Canada, accomplir des opérations de change et financer des projets à l'extérieur du Canada. En Colombie-Britannique, la loi autorise les institutions à offrir aux non-résidents, outre les activités permises à Montréal, un certain nombre d'autres services comme les services de fiducie, d'assurance, d'affacturage et de crédit-bail.

Toutefois, l'impôt retenu sur les paiements d'intérêt aura une influence beaucoup plus déterminante que l'endroit où seront inscrits les dépôts et les prêts internationaux. La plupart des conventions fiscales bilatérales conclues par le Canada prévoient une retenue fiscale de 15 %. Les intérêts sur les prêts à terme de moins de cinq ans, sur les prêts interbancaires et sur les prêts aux gouvernements et aux organismes publics ne sont pas soumis à cette retenue.

Les intérêts versés sur les dépôts en dollars canadiens dans les banques canadiennes sont assujettis à la retenue de 15 %, mais celle-ci ne crée pas de contrainte importante lorsque le pays d'origine de l'institution qui fait le dépôt accorde un crédit d'impôt équivalent. Le problème se pose lorsque les banques canadiennes accordent des prêts à des étrangers. À cause du mode d'application du crédit d'impôt afférent à la retenue fiscale, la banque peut être obligée d'inscrire le prêt dans un endroit différent de celui qu'elle aurait normalement choisi ou d'inscrire un rendement anormalement faible pour ce prêt (voir encadré).

À cause de cet aspect du régime fiscal, les banques sont incitées à comptabiliser les prêts accordés à des étrangers dans des succursales ou des filiales étrangères. De même, les banques étrangères qui veulent se soustraire à la retenue fiscale applicable aux prêts qu'elles ont consentis à des Canadiens doivent établir une succursale ou une filiale au Canada. Si les conventions fiscales étaient renégociées de manière à supprimer la retenue fiscale, il n'y aurait plus d'incitation à établir des succursales ou des filiales à l'étranger et l'économie bénéficierait d'un accroissement des affaires.

Les institutions étrangères sur les marchés intérieurs

L'établissement des institutions financières étrangères comporte à la fois des avantages et des inconvénients pour les marchés intérieurs des pays hôtes. De nombreux pays ont ouvert leurs portes aux institutions étrangères parce qu'ils estiment que les avantages l'emportent. Les répercussions sur les pays d'accueil doivent être évaluées en fonction des institutions, des services financiers et de l'économie dans son ensemble.

L'effet de la retenue fiscale sur les transactions de prêt

Supposons, par exemple, qu'une banque canadienne consente un prêt de 100 000 $ à un résident américain à un taux d'intérêt de 10 % et que la transaction soit conclue au Canada. L'intérêt annuel reçu par la banque serait de 8 500 $ (10 000 $ moins 1 500 $ de retenue fiscale imposée par les États-Unis). La banque recevrait alors un crédit d'impôt canadien pouvant s'élever jusqu'au montant de la retenue fiscale payée aux États-Unis. Cependant, les crédits d'impôt relatifs à des retenues fiscales d'un pays étranger ne peuvent dépasser l'impôt canadien sur le revenu payable en rapport avec le revenu reçu de ce pays, et ils ne peuvent être reportés à une autre année. L'impôt sur le revenu est payable sur le revenu net, lequel est calculé d'abord en déduisant de l'intérêt reçu (les 8 500 $ dans l'exemple ci-dessus) le coût des fonds servant à financer le prêt (par exemple, l'intérêt sur les dépôts) et les frais d'exploitation, et en ajoutant ensuite les autres revenus (par exemple, les commissions reçues). L'impôt payé sur ce revenu net peut fort bien être inférieur à la retenue fiscale payée sur l'intérêt brut. La banque paierait donc sur le prêt des impôts plus élevés que ce qu'aurait à payer une banque américaine qui aurait conclu la même transaction, et elle aurait à essuyer une perte ou à se contenter d'un rendement anormalement bas sur ce prêt.

Lorsqu'une banque canadienne désire prêter à un résident américain et éviter la retenue fiscale, elle peut conclure le prêt dans une succursale ou une filiale aux États-Unis, ou dans un pays comme le Royaume-Uni qui a conclu avec les États-Unis un traité éliminant les retenues fiscales. Elle peut aussi conclure le prêt dans un pays dont elle tire suffisamment de revenus d'autres sources – comme des prêts non assujettis à des retenues fiscales, par exemple – de sorte que le crédit d'impôt relatif aux retenues fiscales sera égal aux retenues fiscales payées. Par exemple, si une banque consent un prêt à un résident américain en France et qu'elle tire suffisamment d'autres revenus de ce pays, les crédits d'impôt relatifs à la retenue fiscale payée aux États-Unis seraient alors traités comme s'ils avaient été payés à la France et le crédit d'impôt serait limité à la proportion du revenu provenant de la France, et non pas seulement des États-Unis.

Conséquences pour les institutions financières . . .

Les institutions financières ont avantage à établir des bureaux à l'étranger parce qu'elles peuvent ainsi accroître leur chiffre d'affaires et réduire le coût de la diversification internationale de leur actif et de leurs sources de capitaux. Mais s'il est, naturellement, plus coûteux d'accomplir une analyse de marché à partir d'un autre pays que sur le marché cible proprement dit, l'implantation à l'étranger n'est pas pour autant une garantie de rentabilité. Du reste, un certain nombre d'institutions qui se sont installées sur des marchés étrangers ont connu des difficultés financières qui les ont obligées à mettre fin à leurs opérations.

Au Canada, la performance des filiales canadiennes de banques étrangères, exprimée par le rendement de leur actif ou de leurs capitaux propres, est inférieure, en moyenne, à celle des banques de l'Annexe A; cependant, la performance des 10 premières filiales surpasse en moyenne celle des banques canadiennes (voir le tableau 5-4). En fait, les quatre banques qui enregistrent les meilleurs résultats au Canada sont des filiales de banques étrangères. Si un taux de rendement plus élevé peut être attribuable à un meilleur rapport coûts-efficacité, il peut par contre indiquer aussi que la banque s'expose à de plus grands risques.

Un autre indicateur de la performance des banques, la marge bancaire – qui est la différence entre les intérêts créditeurs et les intérêts débiteurs, divisée par l'actif moyen – est en moyenne plus élevée pour les filiales de banques étrangères que pour les banques de l'Annexe A. Étant donné que l'écart entre la marge bancaire et le taux de rendement correspond aux coûts d'exploitation et à l'impôt, il faut en conclure que le coût d'exploitation par dollar d'actif est, en moyenne, plus faible pour les filiales de banques étrangères que pour les banques de l'Annexe A, si le taux d'imposition est sensiblement le même dans les deux catégories d'institutions. Néanmoins, comme les deux types d'institutions n'évoluent pas exactement sur les mêmes marchés, ce n'est pas parce que les filiales de banques étrangères affichent des coûts d'exploitation moindres que leur performance est obligatoirement meilleure que celle des banques de l'Annexe A. Ces dernières ont accès à des dépôts de détail à un coût moins élevé, mais elles doivent exploiter des réseaux de succursales coûteux pour prendre en charge ces dépôts. Les filiales de banques étrangères obtiennent leurs capitaux surtout sous forme de gros dépôts plus coûteux, ce qui peut expliquer le faible rendement relatif de leur actif en dépit de leurs coûts d'exploitation moins élevés.

L'analyse des résultats financiers des filiales d'institutions étrangères ne tient pas compte de la part des affaires conclues dans le pays étranger et comptabilisées par l'institution mère. Par exemple, les entreprises commerciales canadiennes peuvent, à cause de leurs relations avec les

Tableau 5-4

Rentabilité des banques canadiennes et des filiales de banques étrangères, Canada, 1988

En pourcentage

		Rendement de l'actif moyen			Rendement de l'avoir moyen des actionnaires
Banques canadiennes					
1	Banque Toronto-Dominion	1,17	1	Banque Toronto-Dominion	18,49
2	Banque Nationale du Canada	0,74	2	Banque de Nouvelle-Écosse	16,91
3	Banque de Nouvelle-Écosse	0,69	3	Banque de Montréal	15,27
4	Banque de Montréal	0,68	4	Banque Nationale du Canada	15,12
5	Banque Royale du Canada	0,67	5	Banque Royale du Canada	15,07
6	Banque de Commerce Canadienne Impériale	0,65	6	Banque de Commerce Canadienne Impériale	13,34
7	Banque Laurentienne	0,51	7	Banque Laurentienne	8,42
8	Banque Canadienne de l'Ouest	–2,53	8	Banque Canadienne de l'Ouest	–12,93
	Total, banques canadiennes	0,74			15,45
Banques étrangères					
Niveau supérieur					
1	Standard Chartered Bank	4,56	1	Hanil Bank	32,76
2	Hanil Bank	3,48	2	Standard Chartered Bank	25,93
3	Chemical Bank	1,59	3	Société Générale	21,61
4	BT Bank	1,27	4	Chemical Bank	18,65
5	Société Générale	1,16	5	Republic National Bank of New York	18,33
6	Bank of Boston	1,09	6	Bank of Boston	16,08
7	Korea Exchange Bank	1,03	7	BT Bank	15,75
8	Republic National Bank of New York	0,95	8	Korea Exchange Bank	14,12
9	Manufacturers Hanover Bank	0,93	9	Manufacturers Hanover Bank	12,85
10	State Bank of India	0,83	10	Citibank	11,01
Niveau inférieur					
1	Overseas Union Bank of Singapore	–6,27	1	Morgan Bank	–17,93
2	Morgan Bank	–0,91	2	Overseas Union Bank of Singapore	–17,06
3	United Overseas Bank	–0,36	3	The Chase Manhattan Bank	–3,06
4	The Chase Manhattan Bank	–0,18	4	United Overseas Bank	–1,21
5	Banco Central	–0,13	5	Banco Central	–1,02
6	Lloyds Bank	0,04	6	The First National Bank of Chicago	0,62
7	Daiwa Bank	0,05	7	Lloyds Bank	0,73
8	The First National Bank of Chicago	0,06	8	Daiwa Bank	0,92
9	Taiyo Kobe Bank	0,06	9	Taiyo Kobe Bank	1,02
10	Union des Banques Suisses	0,09	10	Security Pacific Bank	1,16
	Total, banques étrangères	0,39			6,22

SOURCE Price Waterhouse, *Canadian Banks, 1988 Survey of Results*.

filiales d'une banque étrangère, recourir aux services de l'institution mère pour emprunter des capitaux ou émettre des titres sur les marchés financiers internationaux. Puisque le client a accès au réseau de distribution de l'institution mère et de ses filiales dans le monde entier, que l'opération financière peut donc être effectuée n'importe où dans le

monde et que le revenu est comptabilisé à l'endroit en question, les bénéfices de la société mère sont de loin supérieurs au rendement déclaré par la filiale. L'accès des institutions financières canadiennes aux marchés internationaux peut être très avantageux pour l'économie du Canada. Dans bien des cas, le seul moyen de garantir cet accès est de permettre aux institutions étrangères de faire affaire au Canada.

. . . pour les utilisateurs de services financiers

La présence d'institutions étrangères sur le marché intérieur canadien a peut-être un impact négligeable sur la circulation des capitaux, mais elle influe directement, par contre, sur les conditions dont dépend l'efficacité du système financier, à savoir : concurrence, confiance et accessibilité. C'est ce qui fait l'objet de l'analyse qui suit.

La concurrence dans le secteur bancaire

Sur le marché de gros, la concurrence s'exerce à l'échelle mondiale. Les institutions financières doivent offrir leurs services à un prix qui est déterminé sur les marchés financiers mondiaux. Sur le marché de détail, la concurrence s'exerce entre les institutions œuvrant à l'échelle nationale. Il est tout à fait possible que des institutions financières exposées à la concurrence internationale sur le marché de gros le soient moins sur le marché de détail intérieur.

L'incidence de l'arrivée des banques étrangères sur les marchés intérieurs dépend du degré de concurrence qui existe sur ces marchés et des secteurs de marché précis qui sont visés. La présence des banques étrangères peut influer sur le cadre dans lequel s'exerce la concurrence de deux façons différentes.

Premièrement, elle peut modifier la structure même du marché ou influer directement sur la façon dont les autres banques fonctionnent. Quand les banques étrangères possèdent un avantage comparatif, elles poussent les institutions nationales à devenir plus concurrentielles. Autrement dit, leur apparition sur le marché intérieur ne réduit pas seulement le coût des services; elle force aussi les institutions nationales à égaler leur performance.

Deuxièmement, l'arrivée des banques étrangères peut améliorer l'efficacité d'un marché déjà concurrentiel si elles apportent avec elles de nouvelles techniques et stratégies. Par exemple, l'expansion rapide des banques étrangères sur le marché des prêts aux entreprises aux États-Unis est à l'origine de la réduction des écarts entre les taux d'intérêt applicables aux emprunts et ceux applicables aux prêts et, notamment, de l'utilisation du taux du marché des eurodollars pour déterminer le taux applicable aux prêts[11].

Le marché des acceptations bancaires illustre bien l'incidence de l'arrivée des banques étrangères sur les marchés nationaux. Les acceptations bancaires ont été introduites au Canada par une banque canadienne au cours des années 60, mais, étant donné qu'elles sont surtout des instruments liés au financement du commerce, les taux d'intérêt sur les prêts commerciaux étaient établis à ce moment-là par rapport au taux préférentiel. Dans les années 70, les filiales des banques étrangères ont commencé à offrir des instruments assortis de taux d'intérêt qui, étant liés au coût des fonds, étaient souvent inférieurs aux taux proposés par les banques à charte. Ces dernières n'ont pas tardé à réagir en popularisant les acceptations bancaires comme solution de rechange aux prêts classiques. Depuis 1980, les banques étrangères offrent des acceptations bancaires comportant des commissions moins élevées que celles des banques canadiennes. Grâce à ce jeu de la concurrence entre les banques étrangères et les banques canadiennes, les emprunteurs ont pu obtenir des fonds à des taux inférieurs au taux préférentiel.

Les banques étrangères ont aussi contribué à accroître le bassin de capitaux à la disposition des emprunteurs de taille moyenne, même si la majorité d'entre elles ne visent pas particulièrement ce marché. Cinquante-deux pour cent des représentants de filiales de banques étrangères interviewés par les chercheurs du Conseil ont répondu qu'ils visaient surtout les 500 plus grandes entreprises du Canada, tandis que 44 % ont indiqué qu'ils visaient les entreprises de taille moyenne. Seulement 15 % des filiales – principalement des petites banques – ont indiqué qu'elles s'intéressaient aux petites entreprises.

En 1985, plus de la moitié du portefeuille de prêts commerciaux des banques étrangères se composait d'engagements dont le montant allait de 5 à 25 millions de dollars, tandis que la moyenne pour toutes les banques du Canada était de 19 %. La plupart des prêts consentis par les banques canadiennes étaient inférieurs à 1 million de dollars ou supérieurs à 50 millions (tableau 5-5). Le capital de base relativement plus limité de bon nombre des banques de l'Annexe B restreint en fait la taille des prêts que ces banques peuvent offrir. En décembre 1988, seulement 22 banques étrangères étaient autorisées à consentir des prêts de plus de 25 millions de dollars, et seulement cinq d'entre elles pouvaient accorder des prêts de plus de 50 millions.

Mais les limites fixées pour la valeur des prêts ne restreignent pas la taille des entreprises que les banques étrangères peuvent desservir. Celles-ci pourraient consentir des petits prêts à de grandes entreprises, vers lesquelles,

Tableau 5-5

Ventilation des prêts consentis par les banques canadiennes, selon le montant, 1985

En pourcentage

	Toutes les banques[1]	Banques de l'Annexe B[2]
Moins de 1 million de dollars	35,9	9,7
Entre 1 et 5 millions de dollars	17,3	21,6
Entre 5 et 25 millions de dollars	18,8	56,6
Entre 25 et 50 millions de dollars	5,9	9,7
Plus de 50 millions de dollars	22,1	2,4
Total	100,0	100,0

1 Prêts aux entreprises seulement. Données pour le quatrième trimestre.

2 Tous les prêts; les prêts aux entreprises représentent plus de 70 % du total. Données à la fin du mois d'octobre.

SOURCE *Revue de la Banque du Canada*; et H.B.W. Metcalfe, *Foreign Banks in Canada, Strategic Directions Towards 1990*, Toronto, Bay Research Associates Inc., 1986.

d'ailleurs, elles axent une bonne part de leurs activités. Malgré tout, la réglementation les encourage à viser également les entreprises plus petites. En effet, pour que soit relevé le plafond de leur capital autorisé, les banques étrangères doivent bien souvent prouver qu'elles sont présentes sur le marché intermédiaire.

En outre, comparativement aux banques de l'Annexe A, les filiales de banques étrangères consentent davantage de prêts aux entreprises commerciales et aux non-résidents, et moins de prêts aux particuliers. Leur participation au marché hypothécaire est aussi très faible. Du côté des dépôts, elles se concentrent sur les gros comptes de sociétés canadiennes et étrangères plutôt que sur les dépôts de détail (tableau 5-6).

Les banques étrangères ont aussi introduit au Canada des techniques et des produits nouveaux. Dans l'enquête du Conseil sur les banques étrangères, 15 des 27 répondants prétendaient avoir introduit des innovations dans le marché canadien. Les swaps – sans aucun doute l'un des nouveaux instruments financiers les plus importants – ont été popularisés au Canada par les filiales de banques étrangères, lesquelles ont aussi joué un rôle dans l'introduction des contrats à terme sur taux d'intérêt et des titres hypothécaires.

Selon les résultats d'une autre enquête du Conseil, portant cette fois sur les sociétés non financières, 31 des 74 entreprises qui faisaient affaire avec des filiales de banques étrangères utilisaient les nouveaux produits fournis par ces dernières. Comme nous l'avons dit, toutefois, les clients des banques de l'Annexe B sont en général des grandes sociétés qui connaissent déjà bien les nombreuses innovations offertes sur les marchés financiers. Néanmoins, si on observe

Tableau 5-6

Importance de certains postes du bilan des banques à charte en proportion de l'actif total comptabilisé au Canada, deuxième trimestre de 1988

En pourcentage

	Banques à charte	
	Annexe A	Annexe B
Actif		
Dépôts dans d'autres banques[1]	4,6	14,4
Placements	9,2	8,3
au Canada	4,4	0,9
à l'étranger	43,6	51,1
Prêts à des résidents canadiens		
Particuliers	15,3	4,2
Entreprises	24,2	40,5
Prêts à des non-résidents	3,0	4,7
Prêts hypothécaires	20,9	5,2
Biens immobiliers au Canada	20,9	5,0
Passif		
Dépôts à vue		
Particuliers résidant au Canada	1,3	0,1
Entreprises canadiennes	5,4	1,3
Non-résidents	0,9	1,3
Dépôts à préavis		
Particuliers résidant au Canada	25,4	2,8
Entreprises canadiennes	4,0	2,1
Non-résidents	0,8	0,3
Dépôts à terme		
Particuliers résidant au Canada	16,6	4,7
Entreprises canadiennes	9,0	31,9
Non-résidents	9,6	20,2
Acceptations bancaires	8,4	13,2
Capital et réserves	6,1	6,5

1 Sauf la Banque du Canada.

SOURCE Statistique Canada, *Institutions financières*, troisième trimestre de 1988, n° 61-006 au catalogue.

ce qui se passe ailleurs, on constate que certains pays voient aussi des institutions étrangères introduire chez eux de nouveaux produits qui font concurrence aux produits qui y sont déjà offerts. Au Royaume-Uni, par exemple, ce sont des institutions américaines qui ont introduit les titres hypothécaires, pour lesquels il s'est développé un marché par la suite.

Par ailleurs, toujours d'après l'enquête du Conseil sur les sociétés non financières, 81 % de celles qui traitaient avec des filiales de banques étrangères ont mentionné comme raison que ces dernières offraient des services et des produits plus compétitifs; 69 % ont invoqué les coûts d'emprunt moins élevés. Les banques étrangères donnent également accès à un réseau international de distribution et de collecte de renseignements, par le truchement duquel les Canadiens peuvent être mis au courant des développements à l'étranger et se renseigner sur les fonds et les produits à leur disposition.

La concurrence dans le secteur des valeurs mobilières

Avant l'ouverture, en 1987 et 1988, du secteur ontarien des valeurs mobilières aux intervenants de l'extérieur de l'industrie, les maisons de courtage de l'Ontario exerçaient leurs activités dans un environnement bien protégé. La concurrence y était insuffisante et l'industrie était le plus souvent sous-capitalisée. Depuis, l'achat de maisons de courtage par les banques canadiennes a contribué à accroître la concurrence et la capitalisation en Ontario. L'arrivée de grandes maisons étrangères – comme *Salomon Brothers*, *Nomura Securities* et la *Deutsche Bank* – par l'entremise de filiales améliorera aussi le degré de concurrence dans le secteur.

La confiance dans le système financier

L'intensification de la concurrence peut toutefois affaiblir la stabilité des systèmes financiers nationaux. Le principe darwinien, selon lequel ce sont les mieux adaptés qui survivent, pourrait obliger certains concurrents à quitter la scène, et pas nécessairement d'une façon très ordonnée. Par contre, si les nouveaux venus sont relativement plus forts que les institutions qui se trouvent déjà sur le marché, ils peuvent contribuer à un renforcement global du secteur financier.

Beaucoup de filiales canadiennes de banques étrangères appartiennent à des groupes bancaires internationaux solidement établis; et, de toute façon, elles doivent faire la preuve de la viabilité de leur société mère avant d'obtenir des organismes de surveillance canadiens une charte leur permettant d'exercer leurs activités au Canada. En outre, leur statut de filiale facilite leur surveillance.

Toutefois, comme elles n'ont pas le droit de fonctionner comme des succursales, les filiales ont plus de mal à obtenir des fonds de leur société mère, ce qui risque de compliquer leur situation si elles devaient éprouver des difficultés financières. Jusqu'ici, aucune filiale de banque étrangère n'a encore fait faillite au Canada, même si plusieurs se sont retirées du marché canadien parce qu'elles n'ont pas pu s'assurer une clientèle suffisante.

De même, les maisons de courtage étrangères qui se sont établies au Canada sont des filiales de grandes institutions qui possèdent un réseau de distribution mondial. Comme ces multinationales ont prouvé qu'elles pouvaient résister aux chocs, leur présence au Canada tend à stabiliser le système financier du pays.

Les conséquences que l'implantation d'institutions étrangères aura à long terme sur la solvabilité des institutions financières et sur la stabilité du système financier dépendra aussi de la qualité des mécanismes de surveillance mis en place pour surveiller ces institutions. Les autorités du pays d'accueil et celles du pays d'origine sont aux prises avec les mêmes problèmes liés à la transparence, au partage des responsabilités et au choix des méthodes de surveillance.

L'accessibilité des services financiers

L'accessibilité des services financiers à tous les Canadiens – la troisième condition dont dépend l'efficacité du système financier – pourrait être améliorée par l'entrée des institutions étrangères, même si leur apport à la réalisation de cet objectif dépend dans une large mesure de leur réseau de distribution au Canada.

Sur les 268 succursales que les filiales de banques étrangères comptaient au Canada à la fin de 1988, un grand nombre (106) étaient situées dans les grandes régions métropolitaines de Montréal et de Toronto, et la plupart des autres se trouvaient dans d'autres centres urbains. Les seules filiales de banques étrangères qui disposent d'un réseau de succursales relativement important sont la Banque Hongkong du Canada, avec 58 succursales, et la Banque Lloyds du Canada, avec 54 succursales, parce qu'elles ont fait l'acquisition de deux petites banques canadiennes de l'Annexe A.

Les grandes villes sont bien desservies par les réseaux des banques à charte, des sociétés de fiducie et d'autres institutions financières[12]. En revanche, beaucoup de petites villes et de régions rurales sont desservies seulement par une succursale d'une banque à charte ou par une coopérative de crédit ou une caisse populaire locale, de sorte que leurs habitants n'ont pas facilement accès à tout l'éventail des produits financiers. En règle générale, les filiales de banques étrangères n'ont pas situé leurs succursales dans ces petites localités et n'ont donc pas d'effet sensible sur l'accessibilité des services financiers au détail.

L'incidence nette sur l'efficacité

Dans l'ensemble, l'arrivée des filiales de banques étrangères au Canada a eu un effet positif, mais modeste, sur l'efficacité du système bancaire du pays, principalement sur le marché intermédiaire des prêts aux entreprises, où ces filiales ont contribué à accroître la concurrence. Elles ont aussi introduit et lancé plusieurs nouveaux produits. Sur le marché des prêts aux grandes entreprises, elles ont fait baisser le coût des fonds, en particulier pour les sociétés qui utilisent le marché des acceptations bancaires, tandis qu'elles ont eu par contre très peu d'effet sur le marché de détail. D'une façon générale, l'incidence des banques étrangères n'a pas été très grande parce que leur champ d'action est limité par le plafond imposé sur les actifs qu'elles peuvent détenir.

Il est trop tôt pour évaluer l'impact de la présence au Canada des maisons de courtage étrangères sur l'efficacité du système financier. Étant donné que le secteur ontarien des valeurs mobilières a été très protégé pendant près de 20 ans, son ouverture à la concurrence étrangère devrait faire baisser le coût d'émission des titres pour les sociétés canadiennes et élargir l'éventail des produits offerts.

... et pour l'ensemble de l'économie

Du fait que les entreprises qui sont elles-mêmes des producteurs de biens et de services ont accès à davantage de services financiers à moindre coût, le niveau global d'activité économique augmente. Dans la mesure où les coûts d'information liés à l'obtention de fonds diminuent à cause de la présence de sociétés financières canadiennes ou étrangères possédant des réseaux mondiaux de distribution et d'information, les coûts d'exploitation des clients canadiens de ces institutions diminuent eux aussi, ce qui se traduit de nouveau par un gain d'activité économique global.

Même si l'entrée de banques étrangères a normalement un effet positif sur l'efficacité du système financier, certains observateurs s'inquiètent du fait qu'elle réduira le contrôle de l'État sur la politique monétaire. Toutefois, il ne manque pas de rapports et d'études pour montrer que la plupart des contraintes, sinon toutes, sur la conduite de la politique monétaire sont liées à l'internationalisation des marchés et à l'accroissement des mouvements transfrontaliers de capitaux – et non à l'établissement des banques étrangères sur les marchés nationaux[13].

L'autonomie de l'industrie financière canadienne

Le maintien d'une présence canadienne forte dans certains secteurs d'activité a toujours été une question d'importance nationale au Canada. La très grande taille de l'économie américaine et de ses sociétés, et le puissant contrôle exercé par les entreprises étrangères (en particulier américaines) dans beaucoup d'industries canadiennes ont rendu les Canadiens très sensibles au risque que des étrangers contrôlent leur avenir économique.

Mais les étrangers ne réussiront, en principe, à prendre le contrôle d'une industrie que s'ils jouissent d'un avantage particulier. Cela s'accompagne souvent d'avantages additionnels pour les consommateurs canadiens, mais ces derniers, dans bien des cas, estiment qu'il faut bien renoncer à certains avantages économiques pour se soustraire à la domination étrangère.

Dans le passé, de larges secteurs de l'industrie financière ont été protégés contre la pénétration étrangère, et certains le sont encore. Dans l'analyse de cette question, il est en général assez facile de voir les avantages économiques de la pénétration étrangère, mais souvent beaucoup plus difficile d'en quantifier les coûts.

Jusqu'ici, les filiales de banques étrangères établies au Canada n'ont pas eu d'effet sensible sur la propriété canadienne dans l'industrie financière parce qu'elles sont encore de petite taille. Par ailleurs, bien que plus de la moitié des compagnies d'assurance-vie enregistrées au niveau fédéral soient sous contrôle étranger, les compagnies canadiennes dominent toujours l'industrie. Enfin, il n'y a pas de présence étrangère dans le secteur des sociétés de fiducie, des coopératives de crédit et des caisses populaires, et l'industrie des valeurs mobilières demeure en grande partie entre les mains de Canadiens.

Néanmoins, le contrôle des institutions financières d'un pays est un sujet délicat qui suscite souvent des débats passionnés. Il y a plus de 30 ans, la Commission Gordon avait recommandé que le contrôle du secteur financier soit l'un

des principaux objectifs des Canadiens[14]. En 1964, la Commission Porter a réitéré cette position. Parce qu'elle risquait de faire perdre aux Canadiens une partie du contrôle sur le secteur bancaire et le secteur des valeurs mobilières, la pénétration étrangère a poussé le gouvernement fédéral et certaines provinces à adopter des mesures législatives protectionnistes. Dans son Livre bleu publié en décembre 1986, le gouvernement fédéral a toutefois souligné l'importance de maintenir une saine et forte « participation » des Canadiens dans le secteur financier du pays. La notion de « contrôle » a donc été remplacée au fil des ans par celle de « présence canadienne forte ». Loin d'être de pure forme, ce changement indique qu'on reconnaît l'existence d'une tendance mondiale à une plus grande internationalisation des marchés financiers et une plus grande intégration des divers marchés nationaux.

Les Canadiens ne sont pas les seuls à vouloir maintenir une solide présence dans le secteur financier. Même au Royaume-Uni – le pays où l'internationalisation a gagné le plus de terrain – les autorités croient en une forte présence nationale. Ainsi, selon les paroles mêmes du gouverneur de la Banque d'Angleterre,

> . . . il est de la plus haute importance qu'il y ait une présence britannique forte et constante dans le système bancaire du Royaume-Uni. Il serait contraire au bon sens de prétendre qu'il faille ouvrir le marché londonien jusqu'au point où le contrôle de notre système financier dans ses fondements mêmes – le mécanisme de paiement, l'offre de crédit – risquerait de passer aux mains d'institutions dont les visées commerciales et l'intérêt national résident ailleurs[15].

De même, les plans prévoyant la formation d'un marché interne à l'intérieur de la Communauté européenne d'ici la fin de 1992 comportent des dispositions visant à maintenir une forte présence nationale sur chacun des marchés financiers.

Quand on évalue les avantages de la pénétration étrangère, il faut se demander si, en fait, c'est la meilleure façon – ou la seule – d'accroître la concurrence, l'accessibilité et la stabilité. La concurrence et l'accessibilité ont été entravées par le système de piliers, qui empêche les institutions de se faire concurrence dans tous les marchés en même temps. Dans *Concurrence et stabilité* (1986), le Conseil économique a proposé différents moyens pour renforcer ces deux éléments du système, tout en conservant les avantages de la séparation des fonctions principales. On pourrait davantage améliorer la stabilité en procédant à une réforme du système de réglementation et en resserrant la surveillance (y compris la coordination internationale) qu'en s'en remettant à la sécurité offerte par les grandes institutions étrangères. Et, bien entendu, les sous-secteurs de gros des services bancaires et des valeurs mobilières sont déjà, en fait, exposés à une concurrence internationale intense.

Le marché des opérations bancaires de détail, y compris le marché intermédiaire des prêts, n'est pas encore directement touché par la concurrence étrangère, sauf dans la mesure où il est desservi par les filiales d'institutions étrangères. Sans filiale au Canada, les institutions étrangères ne peuvent pas faire concurrence aux autres institutions sur ce marché. Si l'on internationalisait une partie du marché intermédiaire, par exemple par la titrisation, on pourrait accroître la concurrence et l'accessibilité sans qu'il faille nécessairement un plus grand nombre d'entreprises étrangères sur les marchés canadiens. En mettant des instruments comme des prêts hypothécaires et commerciaux à la disposition d'un éventail plus large d'investisseurs, la titrisation pourrait faire profiter les intervenants de ces marchés des avantages de la concurrence internationale. Toutefois, la présence concrète des institutions étrangères, là où elles sont plus innovatrices que les institutions canadiennes, pourrait faciliter le transfert du savoir-faire financier vers le Canada.

Plusieurs coûts peuvent être associés à une domination étrangère dans le secteur financier d'un pays, au moins du point de vue théorique. En l'absence d'une forte présence canadienne dans l'industrie, il se peut que les véritables centres de décision des institutions dominantes soient situés à l'étranger, ce qui soulève deux points importants. Le premier a trait à la circulation et à l'interprétation de l'information; le second, aux objectifs généraux de l'institution.

Nous l'avons dit, la qualité de l'information se détériore avec la distance, et c'est pour beaucoup d'institutions financières un motif important d'établissement à l'étranger. Mais pour que l'information recueillie localement soit évaluée correctement, il faut aussi que le centre de décision se trouve à proximité de la source de l'information. Si tel est le cas, on pourrait prétendre que les institutions étrangères sont désavantagées sur le plan de la concurrence et qu'elles ne constituent pas une menace pour les institutions nationales. Le problème, c'est qu'une fois que les institutions étrangères se sont approprié une part suffisamment importante du marché, les institutions nationales, affaiblies, risquent de ne plus être en mesure d'assurer le niveau suffisant de concurrence dans tous les secteurs; et certains secteurs, comme le marché intermédiaire, pourraient en souffrir.

Il se peut que les institutions étrangères aient des objectifs généraux qui soient davantage fonction de la conjoncture et des politiques de leur pays d'origine que de celles du pays d'accueil. Elles pourraient, par exemple, financer en

premier lieu les sociétés de leur propre pays ou s'abstenir de financer des sociétés de tiers pays. Selon leurs objectifs à long terme, des multinationales basées à l'étranger pourraient concentrer leurs efforts sur les marchés d'autres pays au détriment du service aux clients canadiens.

Mais pour importante qu'elle puisse être, l'incidence économique de l'emplacement des centres de décision est difficile, sinon impossible, à quantifier. Elle dépendra probablement, dans une large mesure, du degré d'intégration de la filiale étrangère dans l'économie nationale et de son identification aux objectifs nationaux. Si une filiale se considère comme une société nationale qui se trouve à appartenir à des intérêts étrangers, elle se comportera très probablement beaucoup plus comme une institution nationale que comme une institution qui estime faire partie intégrante d'une société étrangère. Et bien entendu, une entreprise en coparticipation qui appartient en partie à des intérêts étrangers peut offrir les avantages de la pénétration étrangère, tout en se comportant par ailleurs comme une entreprise nationale.

En outre, ceux qui traitent quotidiennement avec les grandes institutions financières du pays peuvent tirer une certaine satisfaction et une certaine confiance du fait qu'elles appartiennent à des Canadiens. En fin de compte, la fierté nationale peut commander que d'importants secteurs de l'économie, comme le secteur financier, demeurent fermement entre les mains de Canadiens.

Avec l'élimination des obstacles à l'implantation des institutions étrangères sur les marchés nationaux, la question de leur sensibilité aux objectifs nationaux du pays d'accueil a pris plus d'importance. Ainsi, certaines banques américaines se sont plaintes que les banques étrangères, en particulier celles qui sont entrées sur le marché américain avant 1978 – année de l'entrée en vigueur de l'*International Banking Act* – sont autorisées à être actives dans le secteur des valeurs mobilières, tandis qu'on refuse aux banques américaines l'accès à cette industrie en vertu de la *Loi Glass-Steagall*.

Les mêmes doléances ont été exprimées au Canada, où l'on permet aux institutions étrangères d'avoir des liens importants avec des entreprises non financières (ou « commerciales »), tandis que les banques canadiennes n'ont pas le droit d'établir ce genre de liens. La récente levée de boucliers que le gouvernement fédéral a déclenchée quand il a autorisé *American Express*, par l'entremise de sa division des services de voyage, à créer une banque de l'Annexe B en est un exemple[16].

Deux types de plaintes ont été faites. D'abord, la Banque American Express serait associée à des sociétés au Canada qui offrent des services que les banques canadiennes ne peuvent offrir en vertu de la législation en vigueur, les services envisagés comprenant la vente directe de produits par carte de crédit et l'offre de services de voyage et d'assurance. Ensuite, étant donné que seule une banque est autorisée à établir une filiale de banque étrangère, certains ont prétendu que la division des services de voyage d'*American Express* ne répond pas à la définition d'une banque.

Le cas d'*American Express* illustre les difficultés qui surviennent quand des institutions étrangères pénètrent des marchés assujettis à des règlements différents de ceux en vigueur dans leur pays d'origine. À cause de ces difficultés, et parce qu'il est nécessaire de maintenir un secteur national fort, il faut réfléchir avant d'autoriser l'accès de sociétés étrangères à notre marché. Il se peut toutefois qu'après avoir comparé les coûts et les avantages, on constate que la solution optimale n'est pas d'empêcher l'implantation étrangère, mais plutôt de prendre des mesures pour renforcer l'industrie nationale.

L'avenir

En ce qui concerne l'investissement direct étranger, la prudence voudrait que si les Canadiens ouvrent leurs marchés intérieurs aux institutions étrangères, les marchés étrangers doivent aussi être accessibles aux institutions canadiennes. Les obstacles qui existent encore à cet égard sont d'ordre juridique, culturel et social.

Sur le plan juridique, les restrictions visent le plus souvent à empêcher directement l'entrée des institutions étrangères et à limiter les types d'opérations que celles-ci peuvent effectuer une fois qu'elles se sont établies sur un marché étranger. Ces obstacles peuvent exister aussi bien dans le pays d'origine que dans le pays d'accueil.

Les règlements régissant les institutions financières dans leur pays d'origine pourraient, par exemple, limiter directement le genre d'activités qu'elles peuvent exercer à l'étranger. C'est, par exemple, le cas des institutions japonaises, qui ne pouvaient pas, jusqu'à tout récemment, intervenir sur les marchés à terme normalisés. Des restrictions sur l'éventail des activités auxquelles les institutions peuvent se livrer dans leur pays peuvent aussi affaiblir leur compétitivité sur les marchés étrangers. Ou encore, le pays d'origine peut empêcher ses institutions financières d'entrer dans un autre pays en n'accordant pas des privilèges réciproques aux institutions du pays en question.

Mais la plupart des restrictions réglementaires sont généralement imposées par le pays d'accueil : interdiction

pur et simple d'établir une institution financière appartenant à des intérêts étrangers, limitation de la croissance de l'actif ou du nombre de succursales des institutions étrangères une fois qu'elles sont établies sur les marchés nationaux, ou encore restrictions sur l'éventail des activités autorisées.

De nombreuses institutions financières considèrent les barrières légales comme des irritants mineurs qui peuvent être contournés, bien qu'à un certain prix. Mais dans beaucoup de pays, les barrières culturelles, qui sont profondément enracinées dans la conscience collective, sont bien plus difficiles à surmonter. Parce que le Canada a une économie ouverte et une population cosmopolite, l'acceptation des sociétés étrangères n'y a pas posé beaucoup de problèmes. Par contre, les institutions canadiennes cherchant à ouvrir des bureaux à l'étranger – au Japon, par exemple – n'ont pas toujours été acceptées aussi facilement. (Voir l'appendice A pour une analyse plus détaillée des barrières qui existent encore.)

Deux événements récents pourraient abaisser encore plus les barrières au commerce des services financiers et à l'établissement des institutions financières étrangères sur les marchés nationaux. Il s'agit de l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis et de l'intégration complète des marchés nationaux de la Communauté économique européenne, qui est prévue pour la fin de 1992.

Le libre-échange entre le Canada et les États-Unis

L'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis est la première entente commerciale qui lie légalement deux parties à englober les services, même si le secteur financier est moins couvert que d'autres catégories de services. Sans reconnaître explicitement le principe du traitement national (voir encadré), l'accord cadre en gros avec ce principe[17].

L'accord supprime les limites imposées par la *Loi sur les banques* à l'entrée et au fonctionnement des banques américaines au Canada. Même si elles doivent toujours établir des filiales conformément à l'Annexe B de la loi, celles-ci ne sont plus du tout limitées dans la croissance de leur actif, ni dans le nombre de leurs succursales. En outre, l'accord supprime la limite de 25 % sur la part du capital-actions des principales institutions financières (comme les compagnies d'assurance, les sociétés de fiducie et les banques de l'Annexe A) que les étrangers peuvent détenir. Il restreint toutefois encore à 10 % la part des intérêts dans les banques de l'Annexe A qui peut appartenir à un même actionnaire.

En retour, les institutions financières canadiennes ont reçu l'assurance qu'elles ne seront pas traitées par les lois américaines moins favorablement que les institutions américaines. En particulier, si la *Loi Glass-Steagall* devait être modifiée, les institutions canadiennes pourraient aussi profiter des avantages que comporteraient les modifications. De même, l'accord confère le droit aux institutions canadiennes de gérer et de distribuer aux États-Unis les titres émis par le gouvernement du Canada et par d'autres instances publiques canadiennes.

Les secteurs canadiens des valeurs mobilières et des assurances étaient déjà tous deux ouverts aux institutions étrangères au moment où l'accord a été négocié. Cet état de fait a été enchâssé dans l'accord.

Le traitement national et la réciprocité

L'entrée et les activités des institutions étrangères sur les marchés d'un pays peuvent être régies par trois principes : le traitement national, la réciprocité, et le traitement de la nation la plus favorisée.

Le *traitement national* suppose que les entreprises sous contrôle étranger bénéficient d'un traitement non moins favorable que celui accordé aux entreprises nationales qui poursuivent les mêmes activités. Cela ne veut toutefois pas dire que les institutions étrangères et nationales jouiront toujours d'un traitement identique. L'OCDE suit le principe du traitement national dans son code des investissements internationaux. Cette notion sous-tend également l'Accord canado-américain de libre-échange.

La *réciprocité* est le principe selon lequel les gouvernements s'accordent des privilèges semblables les uns aux autres. La réciprocité a toujours été un des principaux objectifs des négociateurs du GATT. Si le Canada adopte le principe de la réciprocité, les institutions financières étrangères implantées au Canada doivent jouir d'un traitement comparable à celui accordé aux institutions canadiennes à l'étranger.

Quand un pays obtient le *traitement de la nation la plus favorisée*, ses institutions financières doivent bénéficier de conditions d'établissement et de fonctionnement semblables aux meilleures conditions offertes à tout autre pays.

Étant donné qu'il repose tacitement sur le concept de traitement national, l'accord de libre-échange ne tente pas de faire converger les systèmes de réglementation en vigueur dans les deux pays, mais il établit formellement les principes de la libre circulation des capitaux et du droit d'établissement.

L'intégration européenne

Un des principaux objectifs de la Communauté économique européenne est d'établir d'ici la fin de 1992 un marché unique qui permettra la liberté de circulation presque complète des personnes, des biens, des services et des capitaux. Dans le secteur financier, cette intégration comprend deux aspects – le droit d'établissement des institutions des pays membres et la libéralisation des mouvements de capitaux entre les pays.

Le droit d'établissement repose sur une reconnaissance mutuelle des régimes de réglementation en place dans les pays membres et sur l'exercice d'une surveillance par les autorités nationales. À compter de 1992, les banques et les autres institutions financières pourront, en toute liberté, vendre leurs services dans tous les pays de la Communauté, depuis leur pays d'origine ou en s'y établissant, avec les mêmes pouvoirs que ceux qu'elles ont dans leur pays d'origine. Par exemple, une banque d'un pays membre pourra ouvrir des bureaux de représentation, des succursales, des filiales ou des entreprises en coparticipation dans n'importe quel autre pays membre. Une maison de courtage inscrite dans une bourse de l'un des pays membres pourra se faire enregistrer dans n'importe quelle autre bourse à l'intérieur de la Communauté.

On n'assistera toutefois pas à une convergence complète de tous les régimes de réglementation, ce qui tranche avec l'approche adoptée par les architectes du Marché commun. En effet, pendant longtemps, les dirigeants européens ont tenté, en vain, de faire converger les régimes de réglementation et d'imposition. Avec la formation des marchés internes prévue pour la fin de 1992, ils ont adopté une autre optique, espérant que l'ouverture des marchés produira forcément une convergence qui ne pouvait pas être obtenue précédemment.

Certains craignent que l'intégration totale ne donne lieu à l'instauration de nouvelles barrières qui feront que les pays non membres de la CEE pourraient avoir encore plus difficilement accès aux marchés de la CEE. Actuellement, les marchés financiers du Royaume-Uni sont entièrement accessibles aux étrangers; la France, l'Allemagne de l'Ouest et la Belgique ouvrent elles aussi graduellement leurs marchés intérieurs. Selon les nouvelles règles, toutefois, les institutions financières des pays extérieurs à la CEE ne seraient autorisées à exercer leurs activités sur le territoire de la Communauté que si leur pays d'origine accorde un traitement national réciproque aux institutions des 12 États membres. C'est ce qui fait craindre, en particulier aux directeurs financiers américains et japonais, que l'intégration européenne ne marque un recul dans le commerce international des services financiers et sur toute la question du droit d'établissement. Mais cette crainte d'être exclus des marchés de la CEE incite fortement les pays non membres, et notamment le Japon, à assouplir encore davantage les modalités d'accès à leurs marchés intérieurs.

Des jalons pour régir l'entrée des institutions étrangères

Comme le montrent les exemples de l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis et de la Communauté européenne, l'établissement d'un cadre général de réglementation de l'accès des institutions étrangères aux marchés nationaux pose des difficultés. Les Canadiens veulent que leurs institutions aient accès aux marchés des autres pays et qu'elles y soient régies par les mêmes règles que les institutions des pays en question. Mais, en même temps, ils rechignent à l'idée de traiter les institutions étrangères comme les leurs sur le marché canadien s'ils estiment que la réglementation canadienne est plus souple que les réglementations étrangères.

Il y a d'autres exemples de difficultés. Ainsi, les banques américaines aimeraient avoir accès aux marchés de l'Allemagne de l'Ouest et y détenir les mêmes pouvoirs que les banques allemandes, y compris le droit de souscrire des titres. Mais les autorités américaines ne veulent pas donner aux banques étrangères accès aux marchés des titres aux États-Unis, puisque cela contreviendrait à la *Loi Glass-Steagall*, qui est toujours en vigueur aux États-Unis.

À l'heure actuelle, les intérêts étrangers voulant établir une banque, une société de fiducie ou une société de prêt au Canada doivent d'abord montrer que leur pays d'origine offre, ou est prêt à offrir, un accès comparable aux institutions canadiennes. Les États-Unis accordent le traitement national, qui est moins favorable aux Canadiens que la réciprocité à cause des limites imposées par la *Loi Glass-Steagall*. Le gouvernement japonais, quant à lui, applique des conditions qui sont même plus restrictives que le traitement national.

Certes, il existe au Canada des règlements qui peuvent aussi limiter les avantages accordés aux étrangers en vertu

du traitement national. Par exemple, la règle de la propriété dispersée, qui restreint l'achat de banques canadiennes par des banques étrangères, peut limiter ces avantages, en particulier pour les institutions étrangères souhaitant s'établir sur le marché canadien des services bancaires au détail. Par ailleurs, la lenteur avec laquelle progresse la coordination de la réglementation entre les divers niveaux de compétence au Canada pourrait bien réduire elle aussi les avantages possibles pour les étrangers. La taille du marché auquel l'accès est autorisé ne serait pas non plus sans importance. Ainsi, certains négociateurs américains ont prétendu, par exemple, que les institutions canadiennes étaient plus avantagées que les institutions américaines, du fait que le marché américain est plus vaste que le marché canadien.

Beaucoup de pays semblent vouloir fonder l'accès des institutions étrangères à leurs marchés sur le principe de la réciprocité, mais il s'agit d'un principe très difficile à administrer, parce qu'il pourrait amener des situations où des institutions de pays différents ont des pouvoirs différents sur les marchés intérieurs, selon ce que les institutions nationales sont autorisées à faire dans leur pays. Cela pose un véritable dilemme pour les négociateurs quand la réglementation d'un pays est plus restrictive que celle de l'autre. Le principe du traitement national, beaucoup plus facile à administrer, peut conférer des avantages plus importants aux institutions relevant de la compétence la plus restrictive qu'à celles de la compétence la moins restrictive.

La présence d'institutions étrangères, outre les avantages qu'elle peut comporter pour les institutions proprement dites, profite également aux prêteurs et aux emprunteurs. Mais il est également dans l'intérêt des Canadiens d'avoir des institutions nationales fortes. Les négociations relatives au traitement national doivent viser à réduire autant que faire se peut l'écart entre les avantages qui iront aux institutions respectives des deux pays. Notamment, il importe de faire en sorte que soient assouplies rapidement les restrictions en vigueur dans le pays le plus restrictif, et que celui-ci adopte une attitude libérale dans l'application de ses règlements aux institutions du pays le moins restrictif. Ces impératifs ont été en partie conciliés par une approche du traitement national fondée sur la réciprocité d'entrée, c'est-à-dire le « traitement national réciproque ».

* * * * *

Le traitement national réciproque irait dans le sens de la prudence à l'égard de l'investissement direct étranger dans le secteur des services financiers. Au fur et à mesure que les barrières à l'établissement des institutions étrangères sur les marchés nationaux s'abaissent, les dirigeants canadiens auront des choix à faire. Même si la présence des institutions étrangères au Canada comporte des avantages indéniables, elle pourrait poser des problèmes si elle donnait lieu à une domination étrangère du marché canadien. Il faut préserver et améliorer la compétitivité des institutions canadiennes, en particulier quand leur part du marché s'effrite, mais pas au risque de compromettre la stabilité du système financier. Au fur et à mesure que les institutions étrangères s'implanteront sur les marchés nationaux, la nécessité d'une bonne coopération internationale, qui est le sujet du prochain chapitre, deviendra plus urgente.

6 L'amorce d'une coopération internationale

L'innovation financière, la mondialisation des marchés financiers et l'arrivée sur les marchés intérieurs d'institutions d'autres pays ouvrent de nouveaux horizons aux emprunteurs, aux investisseurs et aux institutions financières, mais elles comportent par la même occasion des coûts et des risques nouveaux dans la mesure où, par exemple, les systèmes financiers deviennent moins transparents et les chocs locaux se répercutent plus rapidement à l'échelle internationale. Elles accentuent aussi l'interdépendance des pays et limitent la portée de leurs interventions macro-économiques propres. La coopération est un moyen d'atténuer les risques d'instabilité des marchés financiers internationaux et de rendre plus efficaces les politiques macro-économiques. Et parce que l'économie canadienne est petite comparativement à celle des grands pays industrialisés et qu'elle a toujours été très ouverte aux transactions internationales, elle a beaucoup à gagner des efforts de coopération internationale.

La mondialisation des marchés financiers et l'internationalisation des activités de nombreuses institutions financières soulèvent des questions au sujet de la stabilité des marchés intérieurs et internationaux et de l'efficacité du contrôle prudentiel. Le succès du contrôle des institutions nationales ainsi que des institutions étrangères opérant sur un marché intérieur dépend en grande partie de la disponibilité de l'information sur les opérations étrangères des institutions en cause. En outre, les organismes de contrôle peuvent, en collaborant à l'échelle nationale et internationale, s'assurer qu'aucune institution n'échappe au contrôle. Et une certaine convergence des réglementations nationales favorise encore l'efficacité du contrôle prudentiel. Mais ce n'est pas là le seul avantage. L'harmonisation, en rapprochant les règles auxquelles doivent obéir les institutions, favorise une saine concurrence.

La coopération est loin d'être facile, car elle exige une entente sur des lignes directrices, des méthodes de mise en œuvre et des principes communs. Mais ce genre d'entente est d'autant plus difficile à atteindre que les écarts prononcés qui séparent les pays sur les plans de la richesse, du développement social et de la performance économique se traduisent par des différences au chapitre des encadrements juridiques et institutionnels et des objectifs nationaux.

Malgré tout, certains progrès ont été accomplis. Plusieurs pays ont pris des mesures de coordination du contrôle prudentiel en partageant clairement les responsabilités, en échangeant de l'information et en imposant aux institutions financières des règles communes de fonctionnement et des normes communes en ce qui concerne le capital. Stimulée par les exigences d'un marché plus mondialisé, l'évolution de la réglementation intérieure a entraîné une certaine convergence des encadrements réglementaires. Certains changements résultent directement d'efforts de coopération – les directives de la CEE relatives à l'unification du marché en 1992 en sont un exemple – tandis que d'autres mesures ont été prises par des pays qui ne voulaient pas être désavantagés par rapport à leurs concurrents étrangers. Il y a également eu quelques tentatives de coordination des politiques macro-économiques durant les années 80.

Pour réaliser des buts communs, les pays peuvent collaborer à plusieurs niveaux. Ils peuvent d'abord – c'est la forme de collaboration la plus élémentaire – se contenter d'informer les autres de leurs politiques et échanger des avis (une sorte de « consultation », en somme). Vient ensuite la « coopération », qui suppose qu'un pays n'adoptera pas de politiques contraires à celles des autres. Enfin, la « coordination » exige un engagement encore plus grand car elle comporte l'élaboration conjointe de politiques destinées à réaliser des objectifs communs. Elle peut aussi, dans certains cas, nécessiter l'harmonisation de la réglementation en vigueur dans les divers niveaux de compétence, tandis qu'il arrive, dans d'autres cas, que l'on puisse atteindre les objectifs communs tout en maintenant des réglementations très distinctes. La coopération et, parfois, la coordination sont indispensables à la stabilisation du système financier mondial afin qu'aucun aspect de la finance internationale n'échappe au champ de compétence des organismes de contrôle d'un quelconque pays.

La coordination du contrôle et de la réglementation peut améliorer l'efficacité du système financier international – en contribuant à sa stabilité, par exemple –, à condition qu'elle ne se fasse pas à n'importe quel prix. En effet, l'adoption de normes basées sur le « plus petit dénominateur commun » pourrait être gravement préjudiciable à la stabilité du système financier. Il est dans l'intérêt de tous les pays de viser la meilleure forme de contrôle et de réglementation coordonnés.

Le Concordat de Bâle

Un encadrement réglementaire qui vise non seulement à protéger le consommateur, mais aussi à supprimer les

différences que la réglementation entraîne pour les institutions sur le plan de la concurrence peut améliorer considérablement la stabilité d'un système financier. Il importe également que les règles réduisent au minimum le risque de contagion des problèmes de solvabilité ou de liquidité d'une institution. Les faillites de la Banque commerciale du Canada et de la Norbanque ont permis de mesurer toute l'ampleur des coûts que comporte ce genre de contagion.

Sur la scène internationale, une contagion d'un pays à l'autre pourrait se révéler coûteuse car, outre les pertes directes qu'elle occasionnerait aux particuliers et aux entreprises, elle rendrait le système financier international incapable de jouer son rôle d'intermédiaire et de fournir des moyens de paiement. Avant 1975, les consultations entre les pays étaient au mieux rares et surtout bilatérales. Mais les faillites des banques Herstatt et Franklin National en 1974 ont fait prendre conscience aux autorités du risque de crise financière internationale majeure que pourrait entraîner la faillite d'une grande banque active sur les marchés internationaux. Depuis, les gouvernements se sont penchés plus sérieusement sur la nécessité de coordonner la réglementation à l'échelle internationale[1].

La première tentative couronnée de succès en matière de coordination internationale de la réglementation des marchés financiers est le « Concordat de Bâle », mis au point par le Comité sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires de la Banque des règlements internationaux (BRI). Le Concordat a été signé à l'origine en 1975, révisé en 1983 et endossé par les organismes de réglementation des pays du Groupe des Dix et du Luxembourg, qui composent le comité[2]. Il a été par la suite endossé par le Groupe extraterritorial de la surveillance des banques[3], ainsi que par les organismes de réglementation de plusieurs autres pays. Le Concordat de Bâle, qui porte sur le contrôle prudentiel et la solvabilité, repose sur deux principes importants : aucune institution ne devrait échapper au contrôle, et ce contrôle devrait être adéquat partout où des institutions exercent leurs activités.

Selon le Concordat, le pays d'origine et le pays d'accueil d'une institution partagent la responsabilité du contrôle des activités de cette dernière. Le Concordat retient le principe du contrôle consolidé, selon lequel les organismes de contrôle bancaire ne peuvent être entièrement convaincus de la solidité d'une banque que s'ils ont pu examiner la totalité de ses activités mondiales. Le Concordat précise que

> le contrôle adéquat des opérations étrangères des banques nécessite non seulement une répartition appropriée des responsabilités entre les organismes de contrôle du pays d'accueil et ceux du pays d'origine, mais aussi des contacts et une coopération entre ceux-ci. Un des principaux objectifs du Comité a été et demeure de favoriser cette coopération à la fois entre ses pays membres et sur une échelle plus étendue[4].

Le Concordat établit une distinction entre trois types d'établissements bancaires étrangers, à savoir les succursales, les filiales et les entreprises conjointes (ou consortiums). Une succursale n'a pas de personnalité juridique propre et fait par conséquent partie intégrante de la banque mère étrangère. Une filiale est une entité indépendante sur le plan juridique et appartient en totalité ou en majorité à une banque étrangère. Enfin, une entreprise conjointe est une institution qui a un statut juridique propre et qui est contrôlée par deux ou plusieurs institutions mères, habituellement étrangères.

Le Concordat traite en détail de trois questions principales qui concernent ces trois catégories, c'est-à-dire la solvabilité, la liquidité et les opérations et positions en devises étrangères. Pour ce qui est de la solvabilité, le contrôle d'une succursale relève principalement de la compétence de l'organisme qui réglemente l'institution mère, celui d'une filiale doit être partagé par les autorités du pays d'accueil et celles du pays d'origine, tandis que celui d'une entreprise conjointe incombe au pays où celle-ci a été constituée.

La responsabilité du contrôle de la liquidité appartient au pays d'accueil dans les trois cas; dans celui des succursales, toutefois, les autorités du pays d'accueil et celles du pays d'origine doivent se consulter. Le contrôle des opérations et de la position en devises étrangères des banques doit être assumé conjointement. L'organisme de réglementation du pays d'origine a la charge de contrôler l'exposition de l'institution dans son ensemble sur le marché des devises, alors que celui du pays d'accueil est plus en mesure de contrôler l'exposition aux devises étrangères des institutions étrangères qui opèrent sur son territoire.

Le Concordat reconnaît que le contrôle des institutions étrangères pose des problèmes d'ordre pratique et, notamment, que les autorités du pays d'accueil ne sont pas toujours en mesure de s'acquitter adéquatement de leurs obligations en matière de contrôle – par exemple, lorsqu'un établissement étranger est considéré comme une banque par l'organisme de réglementation du pays d'origine, mais pas par celui du pays d'accueil. Le Concordat précise en outre que si l'organisme de contrôle du pays d'origine juge inadéquat le contrôle exercé par celui du pays d'accueil, ce dernier devrait soit élargir son contrôle, soit être disposé à décourager la banque en cause d'opérer dans le pays en question. Des problèmes analogues peuvent aussi se poser

lorsque l'organisme de contrôle du pays d'accueil estime insuffisant le contrôle exercé par celui du pays d'origine. Il pourrait alors lui aussi décourager l'établissement de la banque étrangère ou imposer à celle-ci des conditions précises de fonctionnement. Enfin, l'existence de groupes financiers peut entraver l'exercice d'un contrôle approprié.

Dans un rapport préparé en 1986, le Comité sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires traite des difficultés d'ordre pratique que pose la mise en œuvre du Concordat :

> La coopération réalisée jusqu'à maintenant en pratique comporte certaines lacunes. La surveillance des établissements étrangers de la plupart des banques internationales semble encore se faire en grande partie sans consultation régulière ou structurée entre les organismes de contrôle du pays d'origine et du pays d'accueil[5].

Les contacts entre les autorités des pays d'accueil et celles des pays d'origine ne sont pas aussi fréquents que ce que recommande le Concordat. D'abord, le manque de ressources, et en particulier de ressources humaines, constitue un obstacle majeur pour le pays d'accueil. Ensuite, l'envergure et la profondeur du contrôle varient beaucoup d'un pays à l'autre. Il se peut aussi que les autorités du pays d'origine n'aient pas vraiment besoin de communiquer avec celles du pays d'accueil pour obtenir de l'information, surtout lorsque l'établissement étranger est de taille modeste par rapport à l'institution mère et ne peut affaiblir la stabilité du groupe dont il fait partie. Il arrive également que les autorités du pays d'origine hésitent à divulguer à d'autres pays les problèmes auxquels font face leurs banques qui ont des succursales ou des filiales à l'étranger.

Plusieurs études confirment aussi qu'en dépit du Concordat, il subsiste des lacunes dans le contrôle des banques, notamment lorsque les gouvernements nationaux n'ont pas la possibilité ou la volonté d'exercer un contrôle approprié sur les établissements étrangers qui opèrent sur leur territoire[6]. S'il est vrai que le principe de la consolidation de la surveillance est généralement accepté comme instrument de contrôle utile, on ne s'entend toujours pas sur l'ampleur qu'il faudrait lui donner, pas plus qu'on n'a pu déterminer si la consolidation devrait s'étendre aux institutions non bancaires et non financières associées. La concentration des risques est en outre difficile à évaluer et à suivre.

Même si la coordination du contrôle prudentiel des banques commerciales pose encore de nombreuses difficultés, le Concordat de Bâle a marqué une première étape en ce sens sur les marchés financiers internationaux. Par la suite, on devait créer divers organismes de coordination qui ont travaillé à renforcer les contacts entre les organismes de contrôle, à élaborer des principes communs généraux devant guider le contrôle prudentiel, et à améliorer et diffuser des données statistiques[7]. Toutes ces mesures ont amélioré considérablement la communication entre les organismes de contrôle nationaux, ce qui a permis d'assurer un meilleur contrôle de la solvabilité des banques et de renforcer la stabilité du système financier.

Accord sur le ratio capital-actif pondéré en fonction des risques

Les institutions financières ont besoin d'un capital suffisant pour mener leurs activités en toute sécurité. Plus leur rapport du capital à l'actif est élevé, plus elles sont en mesure de résister aux pertes. Mais l'actif des institutions financières comporte cependant des degrés de risque variables et les éléments d'actif les plus risqués devraient être nantis d'un capital plus élevé. Toutefois, des exigences de capital plus élevées diminuent le taux de rendement moyen de celui-ci, ce qui peut dissuader l'institution de participer à certaines activités. Si l'on fixe un rapport capital-actif trop élevé pour une catégorie d'activité précise – les prêts commerciaux, par exemple –, des institutions peuvent décider de se retirer de ce marché et de s'orienter vers des activités dont les coûts en capital sont moindres, ce qui réduirait l'efficacité du système financier et imposerait des coûts supplémentaires au secteur commercial. Il importe par ailleurs que des institutions en concurrence assument des coûts en capital semblables. Des normes communes en matière de capital contribueraient à atténuer les écarts entre les institutions de divers pays. Une entente à cet égard dissuaderait en outre un quelconque pays d'essayer de ménager un avantage compétitif pour ses institutions en abaissant ses exigences en matière de capital, ce qui affaiblirait la stabilité générale du système financier international.

Comme le capital de base de beaucoup de banques à travers le monde a diminué par rapport au total de leur actif au cours des années 60, et plus particulièrement au cours des années 70, le Comité sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires de la BRI a présenté aux gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix un document dans lequel il signalait combien il était important de prévenir toute érosion ultérieure des ratios de capitalisation. Dans l'*International Lending Supervision Act* de 1983, le Congrès américain a chargé le président du conseil d'administration de la *Federal Reserve Board* et le secrétaire au Trésor d'intervenir sur la scène internationale dans le but de renforcer le capital de base des banques commerciales actives dans le secteur des prêts internationaux.

Beaucoup de pays avaient déjà présenté des mesures relatives à la capitalisation nécessaire en fonction des

risques, notamment la France en 1979, le Royaume-Uni en 1980 et l'Allemagne de l'Ouest en 1985[8]. En janvier 1987, les États-Unis et le Royaume-Uni ont annoncé simultanément un projet de mesures à cet égard qui portait principalement sur la définition du capital, l'évaluation des risques de diverses opérations inscrites au bilan, l'inclusion des engagements hors bilan et la prise en considération des risques-pays que comportent les prêts internationaux. Le Japon a fait connaître son intention de mettre en œuvre une mesure semblable et, à sa réunion d'avril 1987, le Comité de la BRI a étudié la possibilité d'étendre le champ d'application de l'accord entre les États-Unis et le Royaume-Uni à tous les pays du Groupe des Dix et au Luxembourg. En juillet 1988, ces pays signaient un nouvel accord visant à renforcer la position des banques internationales sur le plan du capital et pour les mettre sur le même pied quant à la concurrence.

Cet accord marque une autre étape dans la coopération en matière de contrôle prudentiel des banques. Il établit un ensemble de normes de capital obligatoire auxquelles doivent se conformer tous les pays précités. Ces « normes minimales communes », comme on les appelle, améliorent l'efficacité du contrôle des activités bancaires internationales et dissuadent les groupes bancaires de transférer des activités à des établissements situés dans des pays où le capital obligatoire serait beaucoup moins élevé. La stabilité globale des groupes bancaires s'en trouve donc renforcée.

Le Comité de la BRI sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires a choisi des rapports capital-actif pondérés en fonction des risques parce qu'ils facilitent les comparaisons entre des systèmes bancaires qui ont des structures différentes, qu'ils permettent d'intégrer l'exposition des activités hors bilan et n'empêchent pas les banques de détenir des éléments d'actif liquides ou autres qui comportent des risques faibles. L'encadrement mis au point par le Comité a débouché sur une série de recommandations bien conçues et devant tenir compte des particularités nationales des systèmes de contrôle et de comptabilité en vigueur dans chaque pays, comme l'explique le Comité :

> À certains égards restreints (notamment en ce qui concerne la pondération des risques), le cadre de travail vise à permettre une certaine divergence entre les pays durant la période de transition et, à un moindre degré, après celle-ci aussi[9].

Le projet n'établit que des niveaux minimums pour les banques actives à l'échelle internationale et reconnaît que les autorités nationales sont libres d'adopter des mesures qui exigent des niveaux plus élevés et de proposer un capital obligatoire différent pour les institutions de leur pays.

Malgré certaines lacunes (dont il sera question plus tard), l'accord de juillet 1988 constitue un progrès notable, compte tenu des nombreux écueils que le Comité a dû éviter, à commencer par les définitions du capital, qui varient d'un pays à l'autre[10].

Pour tenir compte de ces différences sans compromettre les objectifs du capital obligatoire, le Comité a proposé une double définition du capital. Le capital de premier niveau contient les éléments acceptés universellement par tous les pays, c'est-à-dire le capital de base que constituent les actions ordinaires et les réserves déclarées. Le capital de deuxième niveau est considéré comme du capital supplémentaire et constitué des éléments qui posent certains problèmes d'évaluation ou qui ne sont pas acceptés entièrement par tous les pays. Pour satisfaire aux exigences relatives au capital obligatoire, le capital de premier niveau doit constituer au moins la moitié du capital. Les provisions pour pertes sur prêts permises en vertu de la définition du capital de deuxième niveau ne peuvent comprendre les provisions pour pertes attribuées aux prêts en cours et en difficulté et elles doivent être limitées à 1,25 % de l'actif à risque. La dette de rang inférieur à échéance fixe sera plafonnée à 50 % des éléments d'actif de premier niveau. L'achalandage – qui est la différence entre la valeur marchande d'une entreprise et la valeur de son actif – doit être déduit du capital de premier niveau lorsqu'il est inclus dans l'actif porté au bilan d'une banque. Il n'est cependant pas nécessaire de déduire les avoirs d'éléments de capital d'autres banques comme les titres de participation, même si les organismes de réglementation de certains pays l'exigent.

Lorsqu'il s'agit d'établir des rapports capital-actif pondérés en fonction des risques, il faut déterminer deux autres éléments. Le premier est le rapport standard, c'est-à-dire le capital qu'il faut conserver en regard de l'actif (corrigé en fonction des degrés de risques différents). Le rapport cible à cet égard a été fixé à 8 % dans l'accord de juillet 1988 et devrait être atteint à la fin de 1992. L'élément de capital de premier niveau devrait être d'au moins 4 %, et la période de transition pour la mise en œuvre de l'accord a été fixée de 1988 à la fin de 1992. Les coefficients de pondération à attribuer aux diverses catégories d'actif avant l'application du rapport capital-actif standard constituent le deuxième élément de mesure à déterminer. Par exemple, les prêts hypothécaires comportent dans l'ensemble des risques de non-paiement moindres que les prêts commerciaux; par conséquent, une banque qui ne détient que des prêts hypothécaires ne devrait pas être obligée d'avoir un capital aussi important qu'une autre qui ne fait que des prêts commerciaux. Pour tenir compte de cette distinction, on transforme chaque catégorie réelle d'actif en une catégorie équivalente pondérée en fonction des risques, à laquelle

s'appliquera le rapport de 8 %[11]. Pour calculer le capital qu'il faut maintenir en fonction du risque de crédit, le Comité de la BRI sur le contrôle des opérations bancaires a utilisé quatre coefficients de pondération, soit 0, 20, 50 et 100 % (figure 6-1).

Le traitement des activités hors bilan qui, de l'avis du Comité, devrait être inclus dans la réglementation régissant le capital obligatoire, a été une autre source de difficultés. Comme certaines activités hors bilan – notamment les garanties et les engagements en matière de crédit de soutien – n'exposent pas la banque au risque de perdre la valeur nominale totale de l'effet, elles sont évaluées à un montant moindre pour les fins du capital obligatoire. Les valeurs nominales (ou montants de principal nominaux) de ces postes hors bilan sont multipliées par un facteur de conversion du crédit et les montants ainsi obtenus sont alors pondérés comme s'il s'agissait d'éléments d'actif ordinaires inscrits au bilan, selon la nature de la contrepartie.

Le Comité a été moins précis lorsqu'il s'est agi de calculer le risque de crédit équivalent des effets liés aux taux d'intérêt et de change, notamment les swaps, les options et les contrats à terme normalisés. Les banques qui transigent ces effets ne sont pas exposées à un risque de crédit égal à la valeur nominale totale du contrat, mais seulement au coût du remplacement des fonds autogénérés en cas de non-paiement par la contrepartie originale. Supposons, par exemple, qu'une banque signe une entente visant à échanger des intérêts créditeurs fixes sur un de ses prêts contre un taux d'intérêt flottant sur un montant nominal de 100 millions de dollars. Si la contrepartie à ce swap ne s'acquitte pas de ses obligations et si le taux d'intérêt (flottant) augmente, la banque perdra l'accroissement de ses intérêts créditeurs qu'elle aurait pu réaliser. L'équivalence bancaire dépend ainsi de l'échéance et de l'instabilité du prix ou du taux dont est assorti le type d'effet en question. Comme les contrats de taux de change comportent un échange de principal à l'échéance et sont plus instables, on propose des

Figure 6-1

Pondération des risques selon la catégorie d'élément d'actif figurant au bilan

Pourcentage		
0	a)	Encaisse
	b)	Avoirs auprès de la banque centrale du pays et créances sur celle-ci
	c)	Prêts aux administrations centrales du pays
	d)	Titres émis par des administrations centrales du pays
	e)	Prêts et autres actifs entièrement garantis par nantissement d'espèces ou de titres de l'administration centrale du pays ou entièrement garantis par celle-ci
0 ou 20	a)	Créances sur la BIRD et les banques de développement régional (à déterminer au plan national)
20	a)	Créances sur les banques du pays et étrangères dont l'échéance initiale est inférieure à un an
	b)	Créances sur les banques du pays à échéance initiale d'un an et plus et prêts garantis par des banques du pays
	c)	Créances sur les gouvernements étrangers libellées en monnaie locale et financées par des ressources en monnaie locale
	d)	Éléments d'actif liquides en cours de recouvrement
0, 20, ou 50	a)	Créances sur le secteur public du pays, à l'exclusion de l'administration centrale (à déterminer au plan national) et prêts garantis par ces institutions
50	a)	Prêts entièrement garantis par voie d'hypothèque et consentis à des propriétaires occupant le logement
100	a)	Créances sur le secteur privé
	b)	Créances externes sur les banques étrangères dont l'échéance initiale est égale ou supérieure à un an
	c)	Autres créances sur les gouvernements étrangers
	d)	Créances sur les sociétés commerciales appartenant au secteur public
	e)	Immeubles, installations et autres immobilisations
	f)	Investissements immobiliers et autres (y compris participations non consolidées au capital d'autres sociétés)
	g)	Instruments de capital émis par d'autres banques (sauf s'ils sont déduits des fonds propres)
	h)	Tous autres éléments d'actif

SOURCE Banque des règlements internationaux, Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, « Propositions en vue de la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres », Bâle, décembre 1987.

facteurs de conversion plus élevés pour ces instruments. Les instruments négociés sur les marchés boursiers organisés pourront être exemptés des exigences de capital lorsqu'ils sont assujettis à des exigences relatives à la marge quotidienne ou lorsque les coûts de remplacement sont entièrement nantis par de l'argent comptant et des titres gouvernementaux.

À court terme, l'accord de juillet 1988 imposera des coûts qui ne seront pas les mêmes pour toutes les banques. Certaines auront plus de rattrapage à faire que d'autres. Au bout du compte, les dispositions de l'accord auront pour effet de niveler les avantages concurrentiels que certains pays, par leur réglementation, accordaient à leurs institutions, mais les banques de pays donnés se retrouveront, au cours de la période de transition, dans une position relativement moins favorable que d'autres. Ainsi, par exemple, la *Federal Reserve Board* estime que les banques américaines devront mobiliser jusqu'à 15 milliards de dollars US de capitaux frais et les banques japonaises, de 20 à 30 milliards de dollars.

De plus, même s'il y a des pays qui peuvent décider de n'imposer le capital minimum obligatoire qu'aux activités bancaires internationales définies dans l'accord, la *Federal Reserve Board* et d'autres organismes de réglementation des États-Unis ont l'intention d'imposer ces limites aux 14 000 banques du pays, ainsi qu'aux sociétés de portefeuille bancaires. Le capital obligatoire total, qui s'établit présentement à 6 %, sera porté à 8 % en 1992.

Lacunes de l'accord de juillet 1988 sur les ratios capital-actif pondérés en fonction des risques

L'accord de juillet 1988 a été bien accueilli dans certains milieux mais il a également été critiqué. Il est le fruit de nombreux compromis qui visent à reconnaître l'existence de réglementations différentes et les intérêts différents de banques de pays différents. Les compromis laissent habituellement de nombreux intervenants sur leur appétit, mais les lacunes de l'accord vont bien au-delà des compromis, car dans leur hâte de fixer les niveaux de capital obligatoire, les artisans de l'accord ont négligé des aspects plus fondamentaux du contrôle prudentiel dans un contexte de concurrence internationale.

Premièrement, ils n'ont pas étudié suffisamment le rôle du capital obligatoire. Les ratios capital-actif servent à assurer que les banques soient protégées contre des pertes d'exploitation importantes, afin de renforcer ainsi leur stabilité dans un monde plus instable. Cependant, si une banque qui fait face à des problèmes puise dans son capital de base et ramène ainsi son rapport au-dessous du niveau requis, elle est théoriquement en position de défaut, du moins aux yeux de l'organisme de contrôle. Les circonstances dans lesquelles une banque sera autorisée à maintenir un rapport capital-actif insuffisant et la durée de cette période déficitaire posent aussi un problème que l'accord n'aborde pas.

Deuxièmement, l'obligation de maintenir ou de relever son capital de base sous forme d'actions ordinaires ou de réserves déclarées représente un coût pour l'institution et peut même avoir des répercussions négatives sur l'économie intérieure de son pays en général.

Troisièmement, l'accord n'envisage que des catégories générales d'éléments d'actif et le risque moyen de chacune de ces catégories. Il n'oblige pas les institutions concernées à séparer les éléments d'actif plus risqués de ceux qui le sont moins, mais impose le même coefficient de risque pour tous les éléments d'actif de la catégorie. Il s'ensuit que les nouvelles normes relatives au capital pourraient influer sur l'attitude des institutions en matière de prêts, en favorisant des catégories d'éléments d'actif moins risqués et en amenant donc les banques à abandonner certains types de prêts, par exemple. Par ailleurs, après avoir décidé d'adopter une catégorie de prêts en particulier, les banques pourraient être incitées à investir dans des éléments d'actif plus risqués de cette même catégorie, ou à s'en porter acquéreur, ce qui augmenterait leur risque et peut-être leur taux de rendement, mais pas leur capital obligatoire.

Quatrièmement, l'accord traite presque uniquement du risque de crédit (ou risque bancaire), sans aucune considération pratique pour le risque de position. Or, l'importance du risque de position – c'est-à-dire le risque qu'un actif soit affecté par des fluctuations de prix défavorables – a augmenté parallèlement à l'expansion, ces dernières années, des échanges d'obligations et de devises effectués par les banques. Les lourdes pertes subies par les grandes institutions dans le passé étaient autant liées aux fluctuations négatives des prix du marché qu'au défaut des contreparties. Tout en reconnaissant l'existence du risque de position, l'accord n'aborde pas la question, ce qui est une grave lacune. Il faut toutefois souligner que le traitement du risque de position pose un problème très complexe, car une institution peut prendre une position sur le marché à terme normalisé, sur le marché des options ou sur celui des swaps pour se couvrir ou spéculer. Pour se couvrir, l'institution intéressée s'efforcerait d'améliorer sa stabilité, tandis que pour spéculer, elle ferait le contraire en assumant des risques supplémentaires. C'est pourquoi les décisions de couverture et de spéculation ne devraient pas être traitées de la même façon dans le domaine du contrôle prudentiel, même si les deux entraînent la prise d'une position sur ces marchés. Il faudra poursuivre la recherche dans ce domaine dans le but de mieux comprendre les positions prises par les banques.

Tableau 6-1

Ratios de capitalisation actuels des principales banques, certains pays, 1987-1988[1]

En pourcentage

	Ratio actuel			Ratio total pondéré en vertu de l'accord de juillet 1988[2]
	Niveau 1	Niveau 2	Total	
États-Unis				
BankAmerica	3,5	3,5	7,0	7,0*
Bankers Trust	6,7	2,7	9,4	9,4
Chase Manhattan	3,9	3,9	7,7	7,7*
Chemical	3,2	3,2	6,4	6,4*
Citicorp	4,1	4,1	8,2	8,2
First Chicago	4,0	4,0	8,0	8,0
Manufacturers Hanover	3,5	3,5	7,0	7,0*
JP Morgan	8,5	3,5	12,0	12,0
First Interstate	5,8	4,7	10,5	10,5
Mellon Bank	3,6	3,6	7,2	7,2*
Security Pacific	5,3	4,0	9,3	9,3
Wells Fargo	5,5	5,5	11,0	11,0
Japon				
Banques de centres urbains				
Dai-Ichi Kangyo	2,75	5,75	8,50	5,5*
Sumitomo	3,25	6,00	9,25	6,5*
Fuji	3,25	5,75	9,00	6,5*
Mitsubishi	3,25	6,25	9,50	6,5*
Sanwa	3,00	5,25	8,25	6,0*
Tokai	3,25	6,25	9,50	6,5*
Mitsui	3,00	7,00	10,00	6,0*
Taiyo Kobe	2,75	5,25	8,00	5,5*
Bank of Tokyo	3,25	5,75	9,00	6,5*
Banques offrant du crédit à long-terme				
International Bank of Japan	2,75	8,75	11,50	5,5*
Long Term Credit Bank	2,75	8,25	11,00	5,5*
Nippon Credit Bank	2,25	7,25	9,50	4,5*
Banques de fiducie				
Mitsubishi Trust	3,25	7,25	10,50	6,5*
Sumitomo Trust	3,25	7,25	10,50	6,5*
Mitsui Trust	3,25	10,00	13,25	6,5*
Royaume-Uni				
Barclays	6,3	4,8	11,1	11,1
Lloyds	4,6	4,6	9,2	9,2
Midland	5,7	5,1	10,8	10,8
National Westminster	4,9	3,5	8,4	8,4
Allemagne de l'Ouest				
Commerzbank	4,5	1,8	6,3	6,3*
Deutsche Bank	5,8	2,3	8,1	8,1
Dresdner Bank	4,6	1,3	5,9	5,9*

Tableau 6-1 (fin)

	Ratio actuel			Ratio total pondéré en vertu de l'accord de juillet 1988[2]
	Niveau 1	Niveau 2	Total	
France				
Banque Nationale de Paris	4,1	2,1	6,2	6,2*
Crédit Lyonnais	3,5	2,5	6,0	6,0*
Société Générale	3,5	2,9	6,4	6,4*
Suisse				
Crédit Suisse	9,7	6,1	15,8	15,8
Société de banque suisse	8,9	6,7	15,6	15,6
Union des banques suisses	9,8	7,3	17,1	17,1
Canada[3]				
Banque Royale du Canada	3,6	3,2	6,8	6,8*
Banque de Commerce Canadienne Impériale	4,2	3,2	7,4	7,4*
Banque de Montréal	4,1	3,1	7,1	7,1*
Banque de Nouvelle-Écosse	3,7	2,9	6,6	6,6*
Banque Toronto-Dominion	5,4	2,1	7,5	7,5*
Banque Nationale du Canada	3,8	3,9	7,7	7,8*

1 Les chiffres pour tous les pays sont ceux du 31 décembre 1987, sauf pour le Canada (30 avril 1988).
2 L'astérisque indique une insuffisance par rapport au niveau de 8 % établi dans l'accord de juillet 1988.
3 Les chiffres du niveau 2 comprennent les réserves pour pertes sur les prêts au Tiers-Monde (5,2 milliards de dollars) correspondant à 1,25 % de l'actif pondéré en fonction du risque.

SOURCE *Euromoney*, juillet 1988; Burns Fry Limited, *New Capital Adequacy Standards for Banks*, Toronto, Burns Fry, 1988; et estimations du Conseil économique du Canada.

Le tableau 6-1 indique les ratios de capitalisation effectifs des principales banques de certains pays en 1987, ainsi que les ratios que ces banques auraient affichés s'ils avaient été calculés selon les règles de l'accord de juillet 1988. Dans de nombreux cas, cela aurait donné lieu à une diminution, car la portion du capital de deuxième niveau qui dépasse le capital de premier niveau ne peut être comprise dans le calcul. Ce sont les banques japonaises et françaises qui auront le plus de rattrapage à faire, bien qu'on estime que les premières bénéficieront d'un traitement spécial de la part des autorités nippones. Les banques canadiennes tirent également de l'arrière, mais pas autant que les banques japonaises ou américaines. Enfin, ce sont les banques suisses qui se trouvent dans la meilleure position.

Au sujet de l'aide que les banques japonaises reçoivent de l'État, les institutions canadiennes reprochent au Bureau du Surintendant des institutions financières d'être trop restrictif dans son interprétation de l'accord et d'imposer ainsi aux banques canadiennes des conditions trop sévères qui nuiront à leur compétitivité sur les marchés internationaux. Les banques canadiennes déplorent en particulier le fait de ne pouvoir inclure dans leur capital de base les provisions pour pertes sur prêts pour leurs engagements dans le Tiers-Monde, alors qu'aux États-Unis, ces provisions peuvent représenter jusqu'à 1,25 % de l'actif pondéré en fonction des risques. Elles s'opposent aussi au fait que le Surintendant refuse que les réserves occultes soient ajoutées au capital de deuxième niveau et que la réévaluation de leurs biens immobiliers soit incluse dans la définition du capital.

Il est possible que les règles appliquées au Canada soient plus contraignantes que celles en vigueur aux États-Unis et au Japon, mais elles le sont probablement moins que les règles britanniques. Par exemple, le Surintendant a décidé que les titres émis ou garantis par le gouvernement du Canada et les gouvernements provinciaux comporteront un coefficient de risque de zéro. Au Royaume-Uni, les effets gouvernementaux sont affectés d'un coefficient de risque de 10 ou 20 % alors qu'aux États-Unis, le coefficient de pondération des titres à long terme émis par le gouvernement fédéral est de 10 %.

À cause de ces attitudes qui diffèrent d'un organisme de réglementation à l'autre, il sera plus difficile de supprimer les différences qui en découlent sur le plan de la concurrence ou même d'évaluer simplement leur ampleur. Par ailleurs, certaines de ces différences ne sont peut-être pas sans fondement. Ainsi, les porte-parole du Bureau du Surintendant des institutions financières prétendent que le coefficient de risque de zéro qui est affecté aux titres gouvernementaux canadiens détenus par les banques est justifié parce que, pour la plupart, ces titres sont des prêts et des garanties non négociés sur les marchés, ce qui les rend moins risqués que les titres gouvernementaux détenus par les banques américaines. Ils soutiennent également que les provisions pour pertes sur prêts n'ont pas été incluses dans le calcul parce que cela aurait empêché les banques de vendre leur dette du Tiers-Monde.

L'accord de juillet 1988 ne s'applique pour l'instant qu'aux banques. Toutes les institutions de crédit qui opèrent dans la Communauté économique européenne seront assujetties à un accord analogue dans le cadre de l'intégration des marchés nationaux prévue pour la fin de 1992. Mais d'autres institutions financières – notamment les banques d'affaires, les banques d'investissement et les maisons de courtage – sont actives sur des marchés où opèrent des banques sans être soumises aux mêmes exigences en matière de capital que ces dernières. Or, non seulement cette situation limite-t-elle la concurrence possible entre les diverses catégories d'institutions, mais elle enfreint aussi le premier principe du Concordat de Bâle selon lequel aucune institution ne devrait échapper au contrôle, ce dont il y a tout lieu de s'inquiéter, compte tenu de la baisse relative des activités bancaires classiques et de l'augmentation des transactions sur titres.

Le contrôle prudentiel dans le domaine des valeurs mobilières

Étant donné que le domaine des valeurs mobilières englobe une proportion de plus en plus importante des affaires financières – tout particulièrement avec le phénomène de la titrisation, qui ne cesse de prendre de l'ampleur, et le rôle nouveau des banques d'affaires et des autres institutions de crédit –, l'intérêt porté au contrôle prudentiel des activités dans le domaine des valeurs mobilières doit aller plus loin que la simple protection des consommateurs. Les grandes maisons de courtage agissent pour leur propre compte et maintiennent des marchés de valeurs négociables ce qui peut leur imposer d'importantes exigibilités à l'égard d'autres institutions financières. Dans ces circonstances, une faillite pourrait donc avoir de graves répercussions sur la stabilité de l'industrie financière en général.

Il est malheureux de constater que l'industrie des valeurs mobilières a fait beaucoup moins de progrès que le secteur bancaire en matière de contrôle prudentiel. Elle ne peut encore compter sur aucun organisme international ayant un rôle analogue à celui de la Banque des règlements internationaux. Certes, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), créée en 1973 pour réunir les organismes de réglementation du secteur des valeurs mobilières de l'Amérique du Nord et de l'Amérique du Sud, regroupe maintenant les organismes d'environ 45 pays, dont bon nombre font partie des plus industrialisés, mais elle en est encore à ses premiers pas. Ce n'est qu'en 1986 que l'OICV a pris l'envergure d'une véritable organisation internationale, avec l'adhésion de membres de toutes les régions du monde.

Un des grands objectifs de l'OICV est de favoriser le partage de l'information entre les organismes de réglementation nationaux afin de faire converger la réglementation des marchés des valeurs mobilières et de faciliter le contrôle international de l'industrie. Plusieurs groupes de travail ont été créés en 1987 pour étudier des questions comme les investissements internationaux et l'émission de valeurs mobilières, les différences entre les normes de comptabilité et de vérification, la réglementation financière, le contrôle prudentiel, la prévention des fraudes et l'établissement d'un système de compensation international. Ces groupes de travail ont accomplis des progrès importants, notamment dans la mesure où ils ont pu cerner les obstacles aux émissions simultanées de valeurs mobilières dans plusieurs pays. Ils ont aussi mené des recherches sur le risque de position et sur la nécessité de coordonner les normes relatives au capital avec celles que vient d'imposer le Comité de la BRI sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires. L'OICV a examiné en outre le fonctionnement des bourses, les causes du krach d'octobre 1987 et les mesures à prendre en cas de faillite d'une grande maison de courtage. L'organisation a aussi décidé d'élargir son mandat pour y inclure l'étude des options et des contrats à terme normalisés.

Aucune de ces questions n'a encore fait l'objet d'une entente. On ne peut, en fait, s'attendre à des progrès rapides de la coordination internationale dans le domaine du contrôle prudentiel – où il faut une certaine convergence des réglementations – comme les précédents dans l'industrie bancaire l'ont démontré. Il a, en effet, fallu plus d'une décennie de consultation et de coopération pour en arriver au Concordat de Bâle et à l'accord sur la convergence des normes relatives au capital.

Une question importante sur laquelle ne s'est pas penchée directement l'OICV a trait aux filets de sécurité qui sont nécessaires à travers le monde pour protéger les clients des

maisons de courtage et pour assurer la solvabilité continue des institutions proprement dites.

L'assurance-dépôts a d'abord été instituée pour maintenir la confiance des déposants – en particulier des petits déposants, moins avertis – dans le système bancaire. Par ailleurs, la fonction de prêteur du dernier recours visait à éviter que le système de paiement ne soit entravé par les problèmes de liquidités des institutions bancaires.

On a eu recours à ces deux mesures à cause de la notion de « réserve fractionnaire » sur laquelle repose le fonctionnement du système bancaire et selon laquelle une fraction seulement des dépôts confiés aux institutions bancaires est conservée sous forme de comptant ou d'avoirs très liquides. Comme la plus grande partie des fonds déposés sont réinvestis dans des prêts personnels, hypothécaires ou commerciaux, une banque serait dans l'impossibilité, si la demande lui en était faite, de rembourser tous les dépôts simultanément. C'est cette caractéristique – et l'importance des banques dans le financement de l'activité économique et le maintien du système de paiement – qui est à l'origine de l'établissement de l'assurance-dépôts et de la fonction de prêteur en dernier ressort.

Dans la plupart des pays, c'est la banque centrale qui assume le rôle de prêteur de dernier recours. Tous les pays ne sont pas encore dotés d'un fonds d'assurance-dépôts, mais cette pratique est de plus en plus répandue. L'Allemagne de l'Ouest, le Royaume-Uni, le Japon et les États-Unis ont des régimes de ce genre, mais la protection qu'ils offrent diffère quant au montant assuré et quant à la part de risque assumée par le déposant dans un régime de coassurance. Au moment de leur intégration en 1992, la plupart des membres de la Communauté européenne devront créer ce type de fonds. Dans son rapport *Concurrence et stabilité*, le Conseil a préconisé le maintien de l'assurance au niveau actuel de protection offert par la Société d'assurance-dépôts du Canada.

Compte tenu de l'importance croissante du marché des valeurs, il importe de se demander si les fonds de protection et les prêteurs de dernier ressort ne devraient pas être présents également dans l'industrie des valeurs. Les maisons de courtage ne fonctionnent actuellement pas selon un régime de réserve fractionnaire, et la loi ne les oblige pas à conserver séparément leurs propres titres et ceux que leur ont confiés leurs clients après les avoir entièrement payés, alors que cette exigence s'applique aux dépôts en argent comptant, sauf lorsque des arrangements satisfaisants de garantie ou d'assurance ont été conclus. La clientèle d'un courtier ne devrait donc pas, normalement, être affectée par les difficultés financières éventuelles de la maison de courtage, et la présence d'un fonds de prévoyance, dans ce cas, sert principalement à protéger les clients contre la fraude. Cependant, comme l'importance relative des maisons de courtage dans le système financier s'est accrue et que celles-ci agissent comme contrepartie dans de nombreux contrats de sociétés financières et non financières, la faillite de l'une d'elles risquerait de compromettre un certain nombre de contrats et de déstabiliser le système financier.

Le krach boursier d'octobre 1987 est un exemple des circonstances extraordinaires dans lesquelles cela peut se produire. La faillite d'une grande institution à ce moment-là aurait eu des conséquences sérieuses sur la stabilité du système tout entier. Coordonnant leurs efforts, les banques centrales des grands pays industrialisés ont injecté dans l'économie mondiale, durant les jours qui ont suivi la crise, des liquidités additionnelles qui ont abouti dans les maisons de courtage et leur ont permis de traverser la tourmente.

La convergence de la réglementation

La coordination internationale en matière de contrôle prudentiel des institutions financières va de pair avec la convergence des réglementations nationales. Ces dernières années, celle-ci résulte en partie d'efforts délibérés de la part des organismes de réglementation nationaux. C'est particulièrement ce que l'on a pu observer dans la Communauté économique européenne, dont les pays membres ont entrepris d'harmoniser leurs réglementations respectives avant l'échéance de 1992. Certaines directives ont été émises au sujet des opérations des institutions financières à l'intérieur du Marché commun, de leurs pouvoirs, du capital obligatoire, du mécanisme de contrôle, et ainsi de suite. Une directive garantirait aux institutions d'un pays membre l'accès au marché intérieur de tous les autres pays membres. Une autre permettrait à n'importe quelle banque, autorisée à intervenir sur le marché des valeurs mobilières dans son pays d'origine, à le faire dans toute la Communauté. En général, toutefois, les accords proposés reposent sur la reconnaissance mutuelle des réglementations nationales en vigueur.

Dans d'autres régions du monde, la convergence ne résulte pas d'un effort concerté. Comme nous l'avons déjà vu, plusieurs pays ont entrepris des réformes massives de leur réglementation financière à la suite de l'évolution rapide des marchés internationaux et plus particulièrement de l'intensification phénoménale de la circulation internationale des capitaux. Poussés par un désir commun d'élargir les débouchés accessibles à leurs institutions financières, à leurs investisseurs et à leurs emprunteurs tout

en maintenant la stabilité de leurs systèmes financiers intérieurs, les organismes de réglementation et les législateurs de certains pays ont peu à peu aboli de nombreuses différences entre les systèmes financiers nationaux. Ces mesures ont débouché sur la libéralisation des pouvoirs et des activités des institutions financières qui, sans action compensatoire, aurait eu tendance à accroître le risque et à réduire la stabilité du système financier. Cette libéralisation s'est toutefois doublée d'un certain renforcement du contrôle prudentiel. Pour s'assurer d'un système financier qui soit, à l'avenir, de plus en plus efficace – c'est-à-dire fondamentalement stable et concurrentiel –, il importe de veiller à ce que le dispositif de contrôle prudentiel ne prenne pas de retard sur l'évolution rapide du marché.

La coordination des politiques macro-économiques

Dans le système financier mondial, les crises se propagent d'un pays à l'autre plus rapidement que jamais auparavant. Les gouvernements ont moins de temps pour réagir et sont moins en mesure de contrôler leur économie au moyen des politiques budgétaires et monétaires traditionnelles. C'est pourquoi la coopération dans ce domaine a pris une importance accrue depuis quelques années.

Comme pour la supervision et la réglementation des marchés financiers, il existe des niveaux différents de coopération et de coordination en matière de politique macro-économique. Ainsi, les hauts fonctionnaires se réunissent fréquemment dans le cadre de l'OCDE, du FMI et du Groupe des Sept. Même si ces réunions ne servent pas directement à coordonner les politiques, elles permettent d'échanger de l'information et des idées. La coopération à ce niveau s'est quelque peu précisée à la suite du Sommet de Tokyo, en 1986, où il avait été décidé que les ministres des Finances des pays du Groupe des Sept collaboreraient plus étroitement et de façon plus suivie entre les sommets annuels et qu'ils passeraient en revue ensemble au moins une fois par an – et en utilisant un certain nombre d'indicateurs économiques quantitatifs[12] – leurs objectifs et leurs prévisions économiques respectifs.

La coopération peut par ailleurs prendre la forme d'ententes en vertu desquelles certains pays consentent à suivre des politiques très précises dans le but d'atteindre un objectif visé. Le meilleur exemple à cet égard est l'entente par laquelle les pays ayant participé au Sommet de Bonn de 1978 ont convenu de stimuler l'économie mondiale, l'Allemagne de l'Ouest devant augmenter considérablement ses dépenses, tandis que les autres pays devaient augmenter sensiblement leur production. Le Canada a choisi de s'acquitter de ses obligations en réduisant les impôts. Afin d'atténuer les pressions exercées sur les prix mondiaux du pétrole, les États-Unis devaient déréglementer les prix du pétrole, les laisser monter et réduire la consommation américaine. Si l'on a souvent cité cette entente comme un exemple des résultats que peut donner la concertation, on lui a également reproché de ne pas avoir été très efficace.

Dans les sept années qui ont suivi, on n'a enregistré aucun progrès majeur. Il y a eu d'autres tentatives de ce genre, mais elles n'ont pas été très fructueuses. Ainsi, l'Accord du Plaza (septembre 1985), par lequel on voulait établir un contrôle des taux de change, n'a pas donné de résultats probants. Avec la signature de l'Accord du Louvre, en février 1987, le Groupe des Cinq[13] et le Canada ont convenu que les pays qui auraient un excédent au compte courant suivraient une politique de renforcement de la demande intérieure afin de réduire les excédents extérieurs tout en maintenant la stabilité des prix. Les pays en position déficitaire devaient encourager une croissance régulière et une inflation faible tout en réduisant leurs déséquilibres intérieur et extérieur. Toutes ces mesures avaient pour but de renforcer la stabilité des marchés des devises, mais elles ne se sont pas révélées d'une très grande utilité.

Les recherches indiquent pour la plupart que la coordination des politiques macro-économiques pourrait comporter, du moins théoriquement, des avantages économiques. En pratique, toutefois, les progrès ne sont pas éloquents.

Les avantages possibles de la coordination

Il y en a plusieurs. Les économies nationales devenant de plus en plus interdépendantes, une modification des politiques dans un pays aura un effet plus sensible sur le niveau des taux d'intérêt, des prix et de la demande d'exportations dans les autres pays. L'ampleur de ces « retombées » de la politique macro-économique dépend, bien sûr, de l'importance des liens économiques qui existent entre les pays et, notamment, des liens commerciaux. Une augmentation des dépenses publiques dans un pays entraîne un accroissement de la demande de produits et de services intérieurs et de ceux qui sont exportés par les autres pays. Par conséquent, plus un pays importe et exporte, plus il sera sensible aux politiques budgétaires des autres pays qui modifient la demande globale.

La politique monétaire n'a pas un effet aussi direct. D'abord, une augmentation de la masse monétaire d'un pays entraîne une baisse des taux d'intérêt dans celui-ci et une sortie de capitaux vers d'autres pays, ce qui y provoque une chute des taux d'intérêt qui a des répercussions favorables

sur leur production. Par ailleurs, l'influx de capitaux dans ces autres pays hausse la valeur de leur devise par rapport à la devise du pays exportateur de capitaux, ce qui a, sur la production de celui-ci, un impact négatif qui dépend de l'importance relative des activités d'exportation. Plusieurs études en sont arrivées à la conclusion que les avantages économiques de la coordination qui sont liés aux retombées sont faibles.

La coordination de la politique macro-économique peut également comporter un autre type d'avantage lié, celui-là, à la stabilisation ou au réalignement du taux de change[14]. Les avantages de réduire la volatilité des taux de change seront d'autant plus importants que cette volatilité ralentit les échanges internationaux. Cette question a fait l'objet d'un certain nombre d'études qui semblent indiquer, malgré des résultats parfois contradictoires, que l'instabilité des taux de change a un impact négatif minime sur le commerce international[15]. Dans la mesure où la coordination des politiques peut atténuer l'instabilité, elle devrait donc comporter certains avantages liés à une augmentation des échanges internationaux, mais qui ne seraient vraisemblablement pas importants.

S'il est vrai qu'une instabilité accrue des taux de change a un faible impact sur le commerce mondial, un mauvais alignement des taux de change peut avoir des répercussions dévastatrices sur les exportateurs des pays dont la monnaie est surévaluée. Ainsi, entre 1979 et 1981, par exemple, la surévaluation de la livre a gravement nui aux industries exportatrices du Royaume-Uni. Les fluctuations prononcées plus récentes du dollar US, en particulier par rapport au yen et à la plupart des monnaies européennes, montrent encore une fois à quel point les monnaies peuvent être mal alignées et comment cette situation peut entraîner une mauvaise affectation des ressources à grande échelle. Une coordination qui permettrait d'empêcher de telles erreurs serait extrêmement utile.

Comme nous l'avons souligné dans les chapitres précédents, l'intégration des marchés financiers augmente le risque que des chocs originaires d'un pays se répercutent rapidement dans le reste du monde. La coordination des politiques macro-économiques aurait donc pour troisième avantage de réduire le risque d'une crise financière ou, le cas échéant, de limiter ses effets néfastes. L'intervention des banques centrales des principaux pays industrialisés, à la suite de l'effondrement boursier d'octobre 1987, en est un exemple; elle a eu comme effet immédiat de faire baisser les taux d'intérêt, ce qui, de l'avis général, a permis de limiter la gravité de la crise.

La coordination des politiques macro-économiques comporte donc des avantages évidents. Mais il est non moins évident que cette coordination ne peut remplacer de judicieuses politiques intérieures. Il est plus probable que les avantages de la coordination se traduiront par une plus grande stabilité du système financier international, lequel à son tour favorise la croissance des revenus et de l'emploi, que par une stimulation directe des revenus et de l'emploi. Mais la coordination, ici comme dans d'autres sphères de l'activité économique, n'est pas facile et elle est limitée par d'importantes forces en jeu.

Les limites de la coordination internationale des politiques

L'amélioration de la coordination des politiques monétaires et budgétaires suppose une réduction de l'autonomie intérieure des pays. C'est d'ailleurs en partie pour cette raison que les gouvernements nationaux ont été lents à céder une partie de leurs pouvoirs dans ces domaines, même si l'efficacité de leur gestion macro-économique, la mondialisation progressant, a diminué ces dernières années.

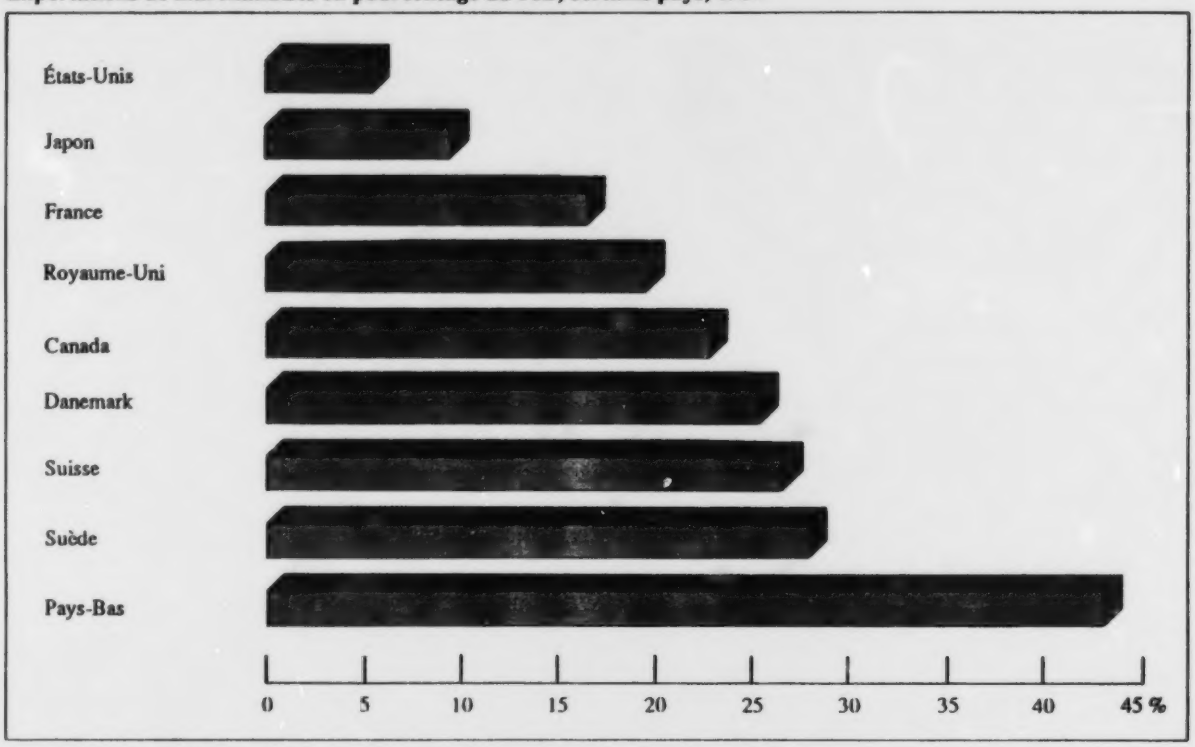
La lenteur avec laquelle a progressé la coordination au niveau macro-économique tient peut-être aussi au fait que les grands pays ayant un secteur extérieur relativement petit, et en particulier les États-Unis et le Japon, sont beaucoup plus protégés contre les crises internationales que les petits pays dont le secteur extérieur est important. Par exemple, les exportations de marchandises représentent environ 6 % du PIB des États-Unis et 10 % de celui du Japon (graphique 6-1). En revanche, au Canada, les exportations de biens constituent 23 % du PIB, contre 43 % aux Pays-Bas et 27 % en Suisse. Comme le commerce représente un des principaux liens entre les pays, plus les exportations (ou les importations) représentent une part importante du PIB, plus le lien est fort.

Par rapport aux avantages qui découleraient d'une amélioration des politiques intérieures, ceux qui sont liés à certaines formes de coordination des politiques macro-économiques sont limités. Cela n'est pas sans importance, surtout pour les grands pays. Dans beaucoup de pays – notamment au Canada et aux États-Unis –, des politiques intérieures (en particulier des politiques structurelles) qui entraîneraient une hausse de l'emploi dans les régions à chômage élevé pourraient avoir des résultats beaucoup plus tangibles. Pour les administrations publiques, la coordination des politiques macro-économiques serait affectée d'une priorité relativement faible.

Par ailleurs, il ne faut pas oublier que certaines politiques sont plus faciles à ajuster que d'autres, surtout aux États-Unis où le Congrès américain contrôle la fiscalité et les

Graphique 6-1

Exportations de marchandises en pourcentage du PIB, certains pays, 1987



SOURCE Données de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

dépenses. Il peut donc être beaucoup plus difficile de coordonner la politique budgétaire que la politique monétaire, qui relève des banques centrales dans presque tous les pays.

Les tentatives de coordination des politiques sont compliquées par le fait qu'il manque actuellement un leader mondial. Au cours des 25 années qui ont suivi la Deuxième Guerre mondiale, les États-Unis étaient de toute évidence la puissance dominante du monde industrialisé. Les autres pays acceptaient généralement cette hégémonie et se pliaient aux politiques américaines. Mais les choses ont changé à la fin des années 60 et au début des années 70, alors que les États-Unis ont provoqué une inflation de leur devise afin de financer leur effort de guerre au Viet-Nam, avec pour conséquence que les taux de change ont commencé à flotter et que le rôle du dollar US comme devise internationale a peu à peu perdu de l'importance.

Même si leur économie demeure la plus vaste du monde, les États-Unis ont aujourd'hui moins d'influence qu'il y a 30 ans et ils n'ont pas réussi à formuler de politiques macro-économiques qui soient acceptables pour le reste du monde industrialisé. C'est pourquoi les efforts de coordination ont en grande partie visé jusqu'à maintenant à désamorcer les crises plutôt qu'à corriger des problèmes économiques fondamentaux. Les déficits budgétaires persistants des administrations publiques américaines et de la balance commerciale des États-Unis sont des symptômes de cette incapacité de donner le cap.

Nous l'avons déjà dit, les avantages de la coordination des politiques macro-économiques sont plutôt limités, surtout pour les grands pays, lorsqu'on tient compte de son impact sur la production. Mais une coordination visant à réduire les risques pourrait se révéler plus avantageuse à mesure que les marchés financiers se mondialisent et que les crises se propagent plus rapidement de l'un à l'autre.

Pour un pays ouvert et de taille moyenne comme le Canada, l'absence d'un système plus efficace de coordination internationale est préoccupante. Comme les marchés financiers américain et canadien sont très intégrés, le

Canada a beaucoup moins de contrôle sur les taux d'intérêt que la plupart des autres pays. Sa marge de manœuvre autonome est donc très limitée, surtout sur le plan monétaire. À certains égards, cela complique la tâche des stratèges canadiens. En effet, si un pays de la taille du Canada, par rapport à un pays de taille beaucoup plus importante, a beaucoup à gagner de la coordination, l'opinion des pays de taille moyenne ne pèse par contre habituellement pas très lourd dans les affaires internationales. Quoi qu'il en soit, il est dans l'intérêt du Canada de continuer à encourager une coordination permanente efficace de la politique macro-économique.

Conclusion

Dans le présent rapport, nous avons cerné plusieurs des avantages pouvant découler de la mondialisation des marchés financiers et de l'innovation financière. Dans de nombreux domaines, ces avantages ont pour contrepartie une augmentation des risques pour les intervenants du marché ou pour le système financier mondial. Souvent, ces risques, s'ils ne sont pas bien gérés, pourraient l'emporter sur les avantages. La gestion des risques ne peut être assurée par la seule réglementation financière intérieure des divers pays; elle exige des efforts de coopération et de coordination entre les pays qui doivent également maintenir un environnement macro-économique favorable. Certes, dans la plupart des domaines, on a pu observer un certain resserrement de la coopération, mais à mesure qu'avance le double processus de mondialisation et d'innovation financière, la coopération et la coordination doivent s'intensifier. Quant à savoir si les besoins devancent les progrès, la question est discutable.

Chose certaine, cependant, il n'est pas nécessaire que toute la réglementation soit coordonnée. Même sans une véritable coordination, la coopération entre les pays et leurs organismes de surveillance permettrait d'améliorer la gestion du risque financier dans le monde. La lutte contre la fraude et les transactions entre initiés, entre autres, exige une coopération extrêmement étroite, que la réglementation soit coordonnée ou non, tandis que, dans certains domaines, les deux sont nécessaires. À cet égard, les résultats sont plutôt mitigés.

Au niveau macro-économique, la coopération entre les pays industrialisés s'est améliorée, surtout depuis le Sommet de Tokyo, mais on a accompli peu de progrès en matière de coordination effective de la politique macro-économique. Du côté des marchés financiers, on constate des progrès ponctuels, plus particulièrement dans les domaines techniques. Le Concordat de Bâle sur la surveillance bancaire et l'entente sur les ratios capital-actif pondérés selon les risques en sont les principaux exemples, mais il reste beaucoup à faire dans ce domaine. Les moyens techniques pour déterminer le niveau suffisant du capital par rapport au risque de position ne sont guère développés, et on est, à plus forte raison, loin d'une entente internationale à ce sujet. Dans le domaine des valeurs mobilières, les progrès sont moins rapides que dans le domaine des opérations bancaires, mais on note des efforts de coopération. Les organismes de comptabilité et de vérification en sont encore à tenter de formuler des normes internationales appropriées.

Il reste encore de nombreux obstacles à surmonter, mais la chose est faisable, moyennant un effort concerté des divers pays. Certes le poids de l'opinion canadienne aux tribunes internationales est peut-être limité, mais étant donné son ouverture sur le monde, le Canada a beaucoup à gagner en appuyant les efforts de coopération.

7 Pour relever le défi

La mondialisation et l'innovation financière ont progressé rapidement depuis le début des années 80. Elles se sont accompagnées d'un déplacement de l'activité du secteur bancaire traditionnel vers des opérations portant sur des titres. Elles ont créé de nouvelles possibilités pour les producteurs et les usagers de services financiers en ouvrant de nouveaux marchés, en augmentant la diversification des portefeuilles, en élargissant et en diversifiant l'assiette d'emprunt de nombreuses entreprises, en offrant de nouvelles perspectives d'expansion aux institutions financières et en permettant de mieux gérer les risques, à la fois pour ceux qui ont besoin de protection et pour ceux qui veulent tirer profit de la prise de risques.

Il reste que la mondialisation et l'innovation financière ne sont pas sans danger. Pour bien des agents économiques, elles ont accru le risque de position associé aux fluctuations des taux de change et d'intérêt et elles ont créé de nouveaux risques de crédit. Mais ce qui est peut-être leur conséquence la plus grave, c'est qu'elles ont réduit la transparence des transactions financières, de sorte qu'il est très difficile de déterminer si le système financier international des années 80 est plus, ou moins, vulnérable que celui des années 60 ou 70. La coopération internationale qui permettrait de réduire les risques est plus développée dans le secteur bancaire que dans celui du commerce des valeurs mobilières, mais il reste encore beaucoup à faire.

Les emprunteurs canadiens, attirés par les prix avantageux et la diversification et la qualité de service qu'on y trouve, se sont de plus en plus tournés vers les marchés financiers internationaux. Toutefois, ils n'ont pas utilisé les nouveaux produits financiers dans la même mesure que les Américains ou les Européens (bien que l'expérience soit récente pour ces derniers). En outre, le processus de mondialisation et d'innovation financière n'a jusqu'à présent touché que les gros emprunteurs et les gros investisseurs. Le marché de détail en a été largement exclu, ce qui soulève d'importantes questions d'intérêt public quant à l'accessibilité des services financiers aux différents groupes de Canadiens.

Par ailleurs, les institutions financières canadiennes jouent un rôle moins important qu'on ne s'y attendait dans ce qui semblerait être leur créneau naturel. À l'échelle mondiale, elles perdent du terrain au profit de leurs concurrents, alors que les frontières canadiennes s'ouvrent aux banques et aux maisons de courtage étrangères. Ces deux dernières constatations illustrent à quel point la concurrence s'est intensifiée dans cette industrie qui devient de plus en plus intégrée; elles soulèvent des questions sur les mesures qui pourraient être nécessaires afin de renforcer la compétitivité des institutions canadiennes. Faut-il, par exemple, que ces institutions deviennent beaucoup plus grandes pour faire face efficacement à la concurrence, et peuvent-elles le faire sans mettre en péril la concurrence au Canada ? Faut-il puiser dans de nouvelles sources de capitaux pour financer l'expansion des sociétés financières canadiennes ? Où doit-on chercher ces nouvelles sources ?

Les forces à l'œuvre sur les marchés internationaux influent également sur la solvabilité des institutions du Canada et sur la stabilité de son système financier. En particulier, les craintes concernant la diminution de la transparence nous obligent à nous interroger sur le caractère morcelé de la réglementation actuelle au Canada et sur la coopération limitée entre ses instances de surveillance.

Ainsi, les forces créées par l'internationalisation et l'innovation financière se sont répercutées directement sur les trois grands facteurs d'efficacité – à savoir la concurrence, l'accessibilité et la solvabilité. Ce qu'il faut, c'est rechercher, dans un contexte désormais planétaire, l'équilibre approprié entre, d'une part, la concurrence et l'accessibilité et, d'autre part, la solvabilité et la confiance que le système inspire aux agents économiques. Pour trouver cet équilibre, les nations devront faire un effort concerté, parce que les problèmes ne peuvent pas tous être résolus uniquement par des politiques intérieures. Par ailleurs, la réglementation interne du Canada a besoin d'être mise à jour. Avec ou sans coopération internationale, la mondialisation et l'innovation se poursuivront et les institutions, investisseurs et emprunteurs canadiens vont en ressentir les conséquences. Si les Canadiens ne parviennent pas à exploiter les avantages de ces changements et à réduire au minimum les coûts qu'ils entraînent, l'adaptation s'avérera plus pénible à long terme, notamment à cause du fait qu'une grande part des politiques nationales qui s'imposent ne découlent pas seulement de la situation à l'étranger, mais doivent également englober d'importantes questions canadiennes.

La plupart des recommandations du présent rapport s'adressent aux gouvernements, mais certaines visent

directement le monde de la finance proprement dit, les entreprises et, de façon plus générale, les investisseurs et les emprunteurs. Pour tirer parti des nouvelles occasions et pour réduire au minimum les risques qu'elles comportent, les gouvernements et le secteur privé doivent conjuguer leurs efforts.

Une des caractéristiques les plus notables de l'économie mondiale des années 80 est l'intensification de la concurrence internationale, plus particulièrement dans le domaine financier. La concurrence produit un grand nombre d'effets bénéfiques, notamment parce qu'elle favorise une plus grande efficacité des institutions et des marchés financiers, parce qu'elle élargit la gamme des services financiers offerts et qu'elle en réduit le coût. En conséquence, les recommandations du Conseil visent à faire profiter pleinement les marchés financiers canadiens de l'intensification de la concurrence mondiale.

Mais il faut aussi prendre conscience des dangers qui vont de pair avec une concurrence débridée. Il faut donc mettre en place des mécanismes qui assureront la solvabilité de nos institutions, renforceront la stabilité des marchés et protégeront les intérêts des usagers des services financiers. Plusieurs de nos recommandations vont dans le sens de cet objectif.

Quelques-unes de nos recommandations, en particulier celles qui se rapportent à la comptabilisation ou à l'évaluation des risques, peuvent sembler plutôt techniques. Mais leur portée est beaucoup plus grande. Elles s'inscrivent en effet dans une nouvelle approche devant nous permettre d'évoluer dans le nouvel espace financier – l'industrie des services financiers devient de plus en plus planétaire – et leur formulation représente une étape indispensable de la recherche d'un équilibre entre la concurrence et la stabilité sur les marchés internationaux et nationaux. (Voir l'encadré pour un aperçu schématique de nos recommandations.)

Mesures à prendre au niveau national

La rationalisation de l'appareil réglementaire canadien

Pour être en mesure d'améliorer l'efficacité globale de son système financier, compte tenu de l'évolution récente du contexte national et international, le Canada doit commencer par mettre de l'ordre dans son système de réglementation.

L'évolution de la réglementation financière reflète le morcellement du pouvoir constitutionnel au Canada en ce qui concerne les questions financières. La rivalité que ce morcellement entretient entre les deux paliers de réglementation a probablement eu pour effet d'accélérer dans certains cas l'évolution dans ce domaine. Somme toute, nous avons ainsi hérité d'un système enrichi répondant bien à la multiplicité des besoins financiers des Canadiens.

Ce morcellement, toutefois, comporte un certain nombre de faiblesses. La rivalité des diverses instances est en effet coûteuse pour les institutions financières et empêche les sociétés constituées dans les différentes régions du Canada de se faire concurrence sur un pied d'égalité partout au pays. En outre, étant donné l'évolution récente du marché, on s'interroge de plus en plus sur la capacité des organismes de réglementation de faire respecter les normes de solvabilité. La forte augmentation du nombre d'intervenants étrangers sur le marché canadien, l'expansion des activités internationales des entreprises canadiennes, la multiplication des nouveaux instruments financiers et l'effet combiné de tous ces changements sur la transparence sont des facteurs qui inspirent certaines craintes.

Dans un tel contexte, l'absence d'échange d'information entre les divers organismes de supervision et une coordination insuffisante des mécanismes de supervision prudentielle font obstacle à une amélioration de l'efficacité du système financier canadien. Dans *Concurrence et stabilité* (1986), le Conseil insistait sur l'urgence d'une harmonisation de la réglementation financière et de la coordination de la supervision prudentielle.

En tardant à agir sur ce plan, les Canadiens iraient à contre-courant des tendances mondiales. Plusieurs blocs économiques régionaux s'ajustent en effet à la planétarisation des marchés financiers en harmonisant leurs systèmes nationaux de réglementation et de supervision dans le secteur financier. Les Canadiens ne peuvent donc pas ne pas tenir compte de la concurrence étrangère, en particulier de celle des Américains et des Européens. C'est pourquoi

1 Nous recommandons que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux collaborent pour améliorer la compatibilité des différents systèmes de réglementation financière à l'échelle du Canada. Cette harmonisation devrait porter notamment sur des questions comme les pouvoirs de placement, la capitalisation requise, les transactions privilégiées et la distribution des produits financiers.

La réglementation financière n'est pas toujours compatible d'une compétence à l'autre ou d'une catégorie d'institutions à l'autre, quand ces institutions ont des opérations analogues mais sont régies par des lois distinctes, bien que relevant de la même compétence. Il existe dans le monde bien des modèles de réglementation financière, allant des

Points saillants des recommandations

Sur la scène intérieure d'abord, nous proposons des mesures pour :

- *Rationaliser l'appareil réglementaire et renforcer la coopération.* Les mesures avancées ici visent principalement à remédier au manque de compatibilité qui existe au Canada entre les diverses compétences en matière de réglementation, ainsi qu'à la coopération insuffisante en matière de supervision prudentielle (recommandations 1 à 3). — Renforcement de la concurrence et amélioration de l'accessibilité et de la solvabilité

- *Éliminer au Canada les obstacles à la mondialisation.* Il s'agit notamment de supprimer les restrictions qui empêchent les caisses de retraite d'investir à l'étranger (recommandation 4).

- *Établir un cadre régissant l'entrée des institutions financières étrangères sur le marché canadien.* Il faut ici choisir entre le traitement national et la réciprocité (recommandation 5).

- *Renforcer les institutions financières canadiennes.* Il s'agit ici de trouver l'équilibre entre la taille minimale nécessaire à la compétitivité des institutions, et la concentration du marché et des actifs (recommandation 6).

- *Supprimer les obstacles à l'innovation et encourager le développement de la titrisation des prêts commerciaux.* Nous proposons notamment que la législation actuelle soit modifiée de façon à permettre explicitement l'utilisation des contrats à terme normalisés, des options et des swaps. Compte tenu du potentiel de titrisation des prêts commerciaux dans le financement des petites et moyennes entreprises et du développement régional, et compte tenu aussi des obstacles qui entravent actuellement la mise en place des instruments en question, les gouvernements devront peut-être adopter une attitude plus proactive dans ce domaine (recommandations 7 à 10).

Principalement, renforcement de la concurrence et amélioration de l'accessibilité

- *Renforcer la solvabilité des institutions financières en améliorant la divulgation de renseignements, de la capitalisation et de la supervision.* Cela suppose plus particulièrement un resserrement du traitement des engagements hors bilan et du risque de position, l'établissement de normes de capitalisation pondérées en fonction des risques pour toutes les institutions, l'obligation pour les institutions étrangères de fonctionner au Canada par l'intermédiaire de filiales et l'extension des filets de sécurité existants (recommandations 11 à 15). Nous reconnaissons que l'établissement de liens avec des sociétés commerciales pourrait, dans une certaine mesure, renforcer les institutions financières, mais, étant donné que l'expérience dans les autres pays ne permet pas de tirer de conclusion nette sur les effets de ces liens, nous estimons préférable de privilégier la stabilité des marchés (recommandation 16). — Amélioration de la solvabilité

À l'échelle internationale, nous proposons des mesures pour :

- *Saisir les occasions résultant de la mondialisation.* Cela suppose que le Canada négocie avec les autres pays et au sein des organismes internationaux l'élimination des derniers obstacles à la mondialisation (recommandations 17 et 18). — Renforcement de la concurrence et amélioration de l'accessibilité

- *Réduire les risques de la mondialisation et de l'innovation et accroître la transparence des systèmes financiers.* À cette fin, il faudra renforcer la coopération internationale en matière de supervision et mieux partager les responsabilités à cet égard – particulièrement dans le secteur du commerce des valeurs mobilières –, adopter des normes internationales de comptabilité (pour les postes au bilan comme pour les transactions hors bilan), et harmoniser les normes de capitalisation applicables aux banques et aux maisons de courtage internationales (recommandations 19 à 23). — Renforcement de la solvabilité

régimes à compétences multiples aux systèmes relativement unifiés, voire unitaires (voir l'encadré). Mais partout où la réglementation est fragmentée, la tendance actuelle est à la coordination et à l'harmonisation.

Le Canada a beaucoup à apprendre de l'expérience des autres pays industrialisés. Dans le contexte d'une planétarisation rapide, il lui faut se doter d'un appareil de réglementation et de supervision plus cohérent. Toutefois, les ententes constitutionnelles et les réalités politiques canadiennes sont telles – chaque compétence préservant ses prérogatives et ses institutions – qu'il y a dans la pratique des obstacles réels à la réalisation d'un objectif comme celui-là. Ainsi, en dépit des tentatives du gouvernement fédéral et des pressions de certains organismes de réglementation provinciaux et de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, on n'a pas créé de commission nationale des valeurs mobilières. L'établissement de l'Association canadienne des paiements ne s'est pas fait sans difficultés, étant donné que beaucoup y ont vu une menace voilée de prise de contrôle par les autorités fédérales.

Cela dit, il existe des difficultés pratiques et politiques analogues en Europe. Avec ses 10 provinces, en effet, le Canada ne diffère guère, à certains égards, de l'Europe des Douze. Les principes de l'harmonisation minimale et de la reconnaissance mutuelle, que la CEE met en application, pourraient s'appliquer tout aussi bien au Canada. Nous entendons ici par harmonisation une entente sur des principes généraux qui permettraient aux institutions financières de fonctionner d'un océan à l'autre conformément à des normes de sécurité mutuellement reconnues, mais permettraient par ailleurs aux provinces de préserver des particularités juridiques répondant à des besoins locaux.

L'harmonisation des règlements relatifs aux pouvoirs d'investissement, à la capitalisation minimale, aux transactions privilégiées et à la distribution des produits financiers accorderait d'égales possibilités concurrentielles à toutes les entreprises financières, quelles que fussent la compétence dont elles relèveraient ou la catégorie à laquelle elles appartiendraient. Ainsi, une société de prêts hypothécaires ontarienne pourrait rivaliser à armes égales avec une société de fiducie québécoise. Un accord sur des normes minimales assurerait que personne ne pourrait prendre des risques excessifs ou se livrer à des activités frauduleuses en profitant de failles dans les systèmes de réglementation.

La coordination est particulièrement impérieuse au niveau de la supervision prudentielle. L'existence de critères différents et l'absence de systèmes d'échange d'information pourraient causer des pertes aux investisseurs, perturber le fonctionnement efficace du système financier et miner la confiance dans l'intégrité de ses membres. Par conséquent,

2 Nous recommandons que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux coordonnent la supervision prudentielle des institutions financières canadiennes.

Dans un premier temps, il suffirait simplement que les différentes compétences échangent de l'information. Par information, il faut comprendre ici les résultats des examens réguliers et spéciaux des institutions effectués directement par les organismes de supervision ou en leur nom; les modifications des conditions d'enregistrement; et les mesures judiciaires ou disciplinaires prises contre une institution quelconque.

Un accord sur l'échange d'information ne sera pas facile à réaliser. Il faudra que chacune des compétences apprenne à faire confiance aux autres, qu'elle soit convaincue que l'information sera utilisée de façon convenable et qu'elle sera de la qualité voulue. À cet égard, une entente signée en octobre 1988 par les quatre provinces de l'Ouest a établi des critères d'échange d'information sur les institutions financières, et touchait ainsi directement à la question de la confiance. Ce document a servi de base à une entente conclue entre toutes les provinces en janvier 1989.

Il faudrait aussi que les organismes de réglementation aient confiance en la qualité de la supervision prudentielle de leurs homologues. C'est pourquoi la coordination ne peut se limiter à l'échange d'information; elle doit s'étendre à la normalisation des critères de la solvabilité financière, à la mise en place de systèmes de préalerte, aux normes de capitalisation et à l'examen des entreprises financières.

Pour faciliter la mise en œuvre des deux premières recommandations,

3 Nous recommandons la création d'une organisation structurée regroupant les diverses instances de réglementation provinciales et fédérales et où seraient notamment représentés le Bureau fédéral du Surintendant des institutions financières, la Banque du Canada, les commissions de valeurs mobilières provinciales et les organismes de réglementation provinciaux, afin de coordonner la supervision prudentielle des institutions financières canadiennes et les efforts d'harmonisation de la réglementation financière à travers le pays.

Il existe déjà certains mécanismes de coopération structurée. Au chapitre 2, nous avons traité de ce qui se fait dans les secteurs de l'assurance-vie et des valeurs

La réglementation à l'étranger

Les structures de réglementation en place au Japon, en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis, ainsi que le régime proposé pour la Communauté européenne, vont du système unitaire au système à compétences multiples.

Au Japon, où le système est unifié, un seul ministère, celui des Finances, s'occupe de la réglementation des banques et des maisons de courtage, par l'intermédiaire de trois principaux bureaux qui jouissent d'une certaine autonomie et supervisent respectivement les affaires intérieures des banques, leurs affaires internationales et leurs opérations de change, et enfin les maisons de courtage.

La France a elle aussi un système plutôt unifié, où le ministère des Finances joue un rôle de premier plan dans la réglementation des banques et des bourses. La protection des investisseurs est assurée par la Commission des opérations de bourse, qui supervise les divulgations et s'occupe de questions particulières, comme les opérations d'initiés. La Chambre Syndicale, qui est l'organe exécutif de la Compagnie des agents de change, est chargée d'assurer le fonctionnement ordonné des marchés, d'appliquer la réglementation et de gérer le fonds de compensation créé pour protéger les clients des entreprises membres. En 1988, une commission gouvernementale (la Commission Deguen) a recommandé qu'un comité conjoint du ministère des Finances, de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et des chambres de compensation soit chargé d'analyser les rapports entre les divers secteurs des marchés financiers français afin de veiller à ce que leur réglementation soit conséquente.

Au Royaume-Uni, les maisons de courtage et les banques relèvent de deux ministères différents, celui du Commerce et de l'Industrie, et celui du Trésor. Sous la direction générale du Trésor, la Banque d'Angleterre fixe les règles et supervise les banques et autres institutions opérant sur le marché monétaire de gros. Les maisons de courtage sont supervisées par des organismes d'autoréglementation qui rendent compte de leurs activités à la *Securities Investment Board* (SIB), laquelle relève du ministère du Commerce et de l'Industrie. Toutefois, le concept récemment établi de « premier réglementateur » a précisément pour objet d'éviter qu'il y ait duplication entre autorités de tutelle et d'assurer une certaine uniformité, la Banque d'Angleterre assumant la responsabilité des banques et la SIB celle des maisons de courtage. Pour les fins de supervision des activités de courtage des banques, la Banque d'Angleterre applique les règles de la SIB.

À l'autre extrême, les États-Unis et la Communauté économique européenne sont des exemples de systèmes à compétences multiples. Aux États-Unis, les activités bancaires et les activités de courtage relèvent de deux compétences distinctes. Les banques elles-mêmes sont assujetties à un système bicéphale relevant des États et du gouvernement fédéral. Des instances comme le *Federal Comptroller of the Currency*, la Banque de réserve fédérale (*Federal Reserve Bank*), la *Federal Deposit Insurance Corporation* et les bureaux de réglementation des banques des États s'occupent tous du contrôle et de la réglementation des banques. Par ailleurs, l'organisme de réglementation de la plupart des activités de courtage est la *Securities and Exchange Commission* (SEC), qui agit au niveau fédéral. Les différentes bourses jouent elles-mêmes un rôle dans ce domaine, et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) réglemente les contrats à terme normalisés sur devises et sur taux d'intérêt. Les États contrôlent l'enregistrement des courtiers, la délivrance des licences de vente de titres et la prévention des fraudes. Le rapport du groupe de travail présidentiel sur les mécanismes de marché (le Rapport Brady), sur le krach boursier d'octobre 1987, a recommandé l'établissement de liens structurés entre la Banque de réserve fédérale, la SEC, la CFTC et les bourses. De plus, on note une tendance à l'unification et à la consolidation de la supervision prudentielle et de la réglementation pour faire face aux graves difficultés financières rencontrées par les institutions d'épargne et de prêts. Le *Federal Home Loan Bank Board*, l'organisme qui réglemente ces institutions, a été placé sous la responsabilité directe du Trésor. La *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* – l'assureur des dépôts dans les institutions d'épargne – a été rattachée à la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), qui assure les dépôts dans les banques. Et la FDIC a assumé la gestion d'un certain nombre d'institutions d'épargne qui font face à de graves difficultés financières.

La Communauté économique européenne a vécu une expérience intéressante. Tant que ses dirigeants adhéraient aux principes de l'uniformité et de la centralisation, conformément aux principes du Traité de Rome de 1957, il ne s'est pas passé grand-chose, parce que chaque pays estimait que son système était le meilleur et qu'il était impossible de s'entendre sur un système commun. La situation a commencé à changer avec l'adoption de l'Acte unique européen, en 1985, qui a marqué le passage à un objectif « d'harmonisation minimale » et de « reconnaissance mutuelle ». Cette nouvelle approche repose sur une reconnaissance de l'individualité de chaque pays membre. Elle a mené à l'établissement de normes minimales – niveaux de capitalisation uniformes pondérés en fonction des risques, ratios de liquidité et de solvabilité – mais elle admet des pouvoirs d'investissement différents et reconnaît l'organisme de réglementation de la compétence où la société est constituée.

mobilières. Il y a aussi l'entente intergouvernementale sur l'échange d'information, dont nous venons de parler. Mais ces mécanismes ne sont pas encore solidement implantés et ils ne couvrent pas tous les secteurs de l'activité financière. En outre, il n'existe pas de liens structurés entre les organismes de réglementation des principales fonctions : par exemple, aucun mécanisme n'est dûment établi pour réunir les organismes de réglementation des banques et ceux des maisons de courtage.

L'organisation proposée offrirait un forum où les organismes de réglementation se rencontreraient périodiquement pour échanger leurs points de vue et conclure des accords. Ses travaux seraient appuyés par divers comités et par un secrétariat permanent. Son but serait d'établir un cadre de réglementation à harmonisation minimale propre à faciliter une surveillance coordonnée et à fournir aux institutions d'égales possibilités concurrentielles d'un océan à l'autre, comme nous le préconisons dans la recommandation 1.

Ce serait aux législatures provinciales et au parlement fédéral qu'il incomberait au besoin de donner aux accords ainsi conclus, force de loi, et il reviendrait aux organismes de réglementation provinciaux et fédéraux de les faire respecter. C'est là le mécanisme grâce auquel le système de réglementation canadien pourrait progresser vers une formule d'« harmonisation minimale » et de « reconnaissance mutuelle ». C'est la solution qui s'impose puisqu'elle permet d'éviter les querelles constitutionnelles longues et coûteuses qui accompagneraient inévitablement toute tentative d'établissement d'un système unitaire. Elle laisserait aussi aux autorités de tutelle suffisamment de liberté pour élaborer des formules de réglementation novatrices.

Forts d'un régime de réglementation conséquent et d'un appareil de contrôle plus uniforme, les Canadiens seraient mieux armés pour tirer parti des occasions créées par la mondialisation des marchés et par l'innovation financière, pour améliorer la concurrence et l'accès aux marchés et pour renforcer la solvabilité des institutions financières opérant au Canada.

L'amélioration de la concurrence et de l'accès

La concurrence et l'accès à l'intérieur du système financier canadien peuvent aussi être améliorés par :

- l'abolition des dernières barrières qui font obstacle à la participation des Canadiens aux marchés internationaux;
- l'ouverture des marchés canadiens aux sociétés étrangères;
- le renforcement des institutions canadiennes; et
- une participation accrue au processus d'innovation financière.

L'élimination des obstacles à la mondialisation

La première étape à franchir pour saisir les avantages potentiels de la mondialisation consiste à éliminer les restrictions qui empêchent encore les institutions financières canadiennes d'investir à l'étranger (en particulier les caisses de retraite) et à encourager l'enregistrement au Canada de transactions internationales.

Investissement à l'étranger par les caisses de retraite — Au Canada, les régimes de pension privés, qui comprennent les caisses de retraite en fiducie et les régimes enregistrés d'épargne-retraite, ne peuvent actuellement investir au-delà d'un certain plafond dans des titres étrangers, en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, qui impose une pénalité sur la portion des investissements à l'étranger excédant 10 % de la valeur comptable des actifs de la caisse investisseuse, quoiqu'elle permette le dépassement de cette limite de 10 % de trois dollars pour chaque dollar investi dans des sociétés de capital-risque. Les caisses de retraite sont non seulement très riches (tableau 7-1), mais elles sont aussi d'importants investisseurs dans les titres de sociétés. À la fin de 1985, les caisses de retraite en fiducie détenaient des actions de sociétés d'une valeur totale de 34 milliards de dollars, ce qui correspond à quelque 11 % de toutes les actions détenues par des Canadiens et à environ 41 % de toutes les actions détenues par des sociétés et des institutions canadiennes. Ces caisses possédaient aussi des obligations de sociétés d'une valeur de 10,6 milliards de dollars, soit environ 11 % du montant total des obligations en cours.

Vingt-cinq pour cent des actifs des caisses de retraite en fiducie sont investis dans des actions ordinaires de sociétés canadiennes, 8 % dans des obligations de sociétés canadiennes et 6 % dans des actions de sociétés non canadiennes. Le reste est investi principalement dans des hypothèques et des titres d'État. Presque tous les éléments d'actif étrangers sont des actions. En raison des critères de qualité des règles d'investissement des caisses de retraite, qui limitent leurs investissements aux meilleurs titres, et en raison de la taille réduite de l'économie canadienne, les caisses de retraite canadiennes ont du mal à diversifier leurs portefeuilles d'actions en n'investissant que dans des titres canadiens. En conséquence, plusieurs d'entre elles

Tableau 7-1

Actif, activités principales et activités à l'étranger de certaines institutions financières du Canada, 1987

	Actif en fin d'année	Activités principales	Présence sur les marchés internationaux
	En millions de dollars canadiens		
Banques à charte[1] canadiennes	369 304	Dépôts Prêts (personnels, commerciaux, hypothécaires) Financement import-export	Importante
Filiales étrangères	43 229	Dépôts Prêts (hypothécaires et commerciaux) Financement import-export	Importante par l'intermédiaire de leur banque mère
Sociétés de fiducie	89 958	Services de fiducie Dépôts Prêts (hypothécaires et, dans une certaine mesure, personnels)	Limitée à quelques-unes
Coopératives de crédit et caisses populaires	68 643	Dépôts Prêts	Nulle
Sociétés de prêts hypothécaires	77 460	Prêts hypothécaires Dépôts	Nulle
Compagnies d'assurance-vie	120 224	Assurance-vie (individuelle et collective) Rentes Prêts hypothécaires Investissement dans les titres des gouvernements et des entreprises	Importante
Régimes de pension en fiducie[2]	143 562	Régimes de pension Investissement dans les hypothèques	Limitée
Sociétés de placement[3]	29 165	Placements	Limitée
Compagnies d'assurance de biens et d'assurance risques divers	25 341	Assurance de biens Assurance risques divers	Limitée
Sociétés financières	20 191	Prêts Prêts-bail financiers	Nulle
Maisons de courtage	14 732	Courtage et souscription Un peu de dépôts	Importante

1 Le chiffre représente les actifs mondiaux des banques, mais ne comprend pas les actifs des sociétés de prêts hypothécaires liées aux banques de l'Annexe A.

2 Les actifs sont indiqués selon la valeur comptable pour les régimes des secteurs privé et public.

3 Cette catégorie comprend les fonds mutuels et les sociétés d'investissement à capital fixe.

Source Statistique Canada, *Institutions financières, statistiques financières*, n° 61-006 au catalogue, troisième trimestre, 1988; et *Caisses de retraite en fiducie, statistiques financières*, n° 74-201 au catalogue, 1987; *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie I, le 25 février 1989.

investissent au maximum dans des titres étrangers; c'est particulièrement le cas des caisses de retraite des sociétés d'État fédérales et des grandes entreprises.

Cette restriction qui limite leurs possibilités d'investissement à l'étranger est coûteuse pour les régimes de retraite et, en bout de ligne, pour leurs membres et leurs répondants, dans la mesure où elle les empêche de diversifier leurs portefeuilles à l'échelle internationale afin d'obtenir le plus haut rendement (pondéré selon les risques) possible. En outre, elle ne contribue pas vraiment à l'amélioration du financement des sociétés canadiennes dont les possibilités à cet égard sont plus limitées. En effet, étant donné les critères de qualité qu'ils doivent respecter, les régimes de retraite investissent généralement dans de grandes sociétés, qui jouissent d'un accès relativement facile aux marchés internationaux des capitaux et qui, par conséquent, ont très peu de difficulté à obtenir le financement dont elles ont besoin.

L'élimination de la limite de 10 % n'amènerait pas nécessairement les régimes de retraite à réduire la proportion de leur actif investie dans des titres canadiens, en les échangeant pour des valeurs étrangères. L'expérience des États-Unis et du Royaume-Uni, où les caisses de retraite ont à peu près toute latitude pour investir à l'étranger, est révélatrice de ce qui pourrait se produire quand les restrictions imposées aux régimes canadiens seront abolies. Les caisses de retraite des États-Unis et du Royaume-Uni ont investi près de la moitié de leurs actifs en actions, comparativement à 25 % pour les régimes canadiens. Aux États-Unis, les caisses de retraite investissent très peu à l'étranger, sans doute parce qu'elles peuvent diversifier leurs portefeuilles à l'intérieur de leur pays. Par contre, les caisses de retraite de Grande-Bretagne détiennent environ 15 % de leurs actifs en titres étrangers, peut-être parce que la taille réduite de l'économie britannique ne leur offre pas autant de possibilités de se diversifier sur les marchés intérieurs. Étant donné que l'économie canadienne est de taille plus réduite encore que l'économie britannique, l'élimination de la limite d'investissement à l'étranger pourrait bien encourager les régimes de retraite canadiens à investir davantage que les caisses du Royaume-Uni dans des titres étrangers, aux dépens de leurs investissements dans des obligations du gouvernement et des hypothèques.

Manifestement, la limite de 10 % ne peut plus être justifiée par la nécessité d'assurer le financement par actions des sociétés canadiennes. Il reste que l'abolition de la limite actuelle serait un changement important qu'il conviendrait d'introduire graduellement et qui devrait être accompagné d'autres mesures permettant aux administrateurs des régimes de retraite de gérer avec prudence leurs investissements croissants à l'étranger. En conséquence,

4 Nous recommandons que la *Loi de l'impôt sur le revenu* soit modifiée pour éliminer graduellement les limites qui s'appliquent aux investissements des caisses de retraite à l'étranger, et que les conséquences de cette libéralisation soient évaluées périodiquement.

Des investissements importants des régimes de retraite à l'étranger rendraient nécessaires des mesures de couverture contre les fluctuations des taux de change, étant donné que leurs obligations sont libellées en dollars canadiens. La plupart des régimes de retraite canadiens ne se servent pas pour le moment des options et des contrats à terme normalisés. S'ils devaient conserver cette politique dans un contexte réglementaire plus souple, la diversification internationale de leurs portefeuilles pourrait s'en trouver grandement limitée ainsi que les avantages qui s'y rattachent. Au Royaume-Uni, les caisses de retraite, qui investissent beaucoup dans des titres étrangers, se servent de certains nouveaux instruments financiers, et particulièrement des contrats à terme sur taux d'intérêt, pour se protéger contre les fluctuations des taux de change. Elles ont aussi recours aux contrats à terme normalisés et aux options. Autrement dit, pour que les régimes de retraite canadiens tirent pleinement parti de l'abolition de la règle des 10 %, il faudrait aussi les autoriser à utiliser ces instruments de couverture.

Certains analystes s'inquiètent de l'impact de l'abolition de la règle des 10 % sur les marchés financiers. À cet égard, il convient de noter que les recettes annuelles nettes des caisses de retraite en fiducie (soit en moyenne un peu plus de 12 % de l'actif) sont telles que beaucoup d'entre elles pourraient accroître, chaque année, leurs placements à l'étranger sans avoir à vendre des actifs qu'elles détiennent actuellement. En outre, si le fait d'investir à l'étranger amène les régimes de retraite à canaliser vers l'extérieur des capitaux qu'ils auraient mis autrement à la disposition d'emprunteurs canadiens, ceux qui seront privés de cet argent seront vraisemblablement des grandes sociétés, voire des gouvernements, qui ont eux-mêmes déjà accès aux marchés internationaux. Il reste qu'à très court terme, certains emprunteurs sur le marché obligataire national – le gouvernement fédéral, en particulier – pourraient se trouver pénalisés. C'est pourquoi nous suggérons que la limite soit relevée graduellement, c'est-à-dire de 2 à 3 points de pourcentage par an. Les conséquences de ce relèvement devraient être évaluées chaque année et le ministère des Finances devrait analyser la situation en profondeur quand le plafond aura atteint de 20 à 25 %.

L'élimination de la limite de 10 % ne devrait pas être considérée comme un moyen d'accroître l'investissement dans les titres des entreprises associées aux sociétés qui sont les répondants des régimes de pension. En vertu des règlements actuels, les fonds de pension ne peuvent en général

investir plus de 10 % de leur actif dans des titres négociables de leur répondants et de ses affiliés, canadiens et étrangers. En outre, les règlements intérieurs adoptés par de nombreux fonds de pension interdisent tout investissement dans les titres de l'entreprise qui en est le répondant, ou de ses filiales.

Centres bancaires internationaux — Une autre mesure qui permettrait au Canada de bénéficier de la mondialisation serait d'encourager les institutions à inscrire leurs affaires internationales au Canada. Le lieu où les opérations internationales se font a souvent été dicté par le système d'imposition applicable dans tel ou tel pays, ce qui comprend bien entendu l'impôt et les exemptions d'impôt. Dans un monde où les activités sont de plus en plus intégrées à l'échelle mondiale et où les institutions financières se font concurrence en tirant parti de leurs avantages comparatifs, la fiscalité peut être un facteur de distorsion, particulièrement quand le système sert à subventionner certaines activités en les exonérant de l'impôt sur le revenu et sur d'autres sources de richesse. De nombreux pays octroient des subventions indirectes de ce genre aux institutions financières implantées sur leur territoire, pour leurs opérations internationales. Cela a pour effet de masquer les avantages comparatifs. La solution idéale serait d'abolir ces subventions indirectes, mais nous sommes bien loin d'y arriver. Il est donc compréhensible que le Canada tente d'offrir des avantages financiers équivalents à ceux qu'offrent les autres pays pour attirer ou pour conserver ce genre d'activités. Les centres bancaires internationaux, dans lesquels les revenus générés par les opérations internationales sont exonérés d'impôt, offrent précisément des subventions de ce genre.

Le Canada a accepté le concept des CBI, mais la loi actuelle ne permet pas d'en établir ailleurs qu'à Montréal et à Vancouver. Il est donc probable que des occasions se perdent. Jusqu'à présent, il n'y a eu que peu d'activités nouvelles engendrées à Montréal ou à Vancouver, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, où le gouvernement fédéral n'impose aucune restriction à l'établissement de services bancaires internationaux (SBI), analogues aux CBI. En 1987, plus de la moitié des actifs extérieurs des banques américaines étaient enregistrés dans des SBI. Dans un contexte plus souple, où l'on pourrait établir des centres financiers internationaux n'importe où au Canada, les forces du marché en feraient créer plusieurs dans d'autres agglomérations.

Selon ceux qui favorisent l'établissement de ces centres n'importe où au pays, les banques les situeraient là où leur fonctionnement serait le plus efficace, et les Canadiens en retireraient ainsi le maximum d'avantages. Étant donné que la plupart des activités internationales des banques canadiennes sont centrées à Toronto, il est fort probable que l'impératif de l'efficacité attirerait les CBI vers cette ville. Aux États-Unis, 80 % de l'actif des SBI se trouve à New York.

Toutefois, l'établissement de CBI à Montréal et à Vancouver a une valeur symbolique qui renforce les activités financières dans ces centres. Pour un pays aussi étendu que le Canada, il importe d'avoir des centres financiers régionaux solides, et l'idée de confiner les CBI à Montréal et à Vancouver est une façon d'appuyer cet objectif. En outre, comme les télécommunications modernes permettent de transmettre des données sur de très grandes distances, la perte d'efficacité découlant de cette restriction n'est peut-être pas considérable.

Étant donné que les CBI sont tout récents au Canada, il faudra attendre quelque temps avant de pouvoir juger de leur efficacité.

L'entrée des institutions étrangères sur le marché canadien

Pour maximiser les avantages de la mondialisation, il ne suffit pas de rapatrier des activités internationales réalisées à l'étranger et d'en attirer de nouvelles. Il faut aussi permettre à des institutions étrangères de se lancer sur les marchés canadiens, tout en facilitant l'accès des institutions canadiennes aux marchés étrangers. Par conséquent,

5 Nous recommandons que le « droit d'établissement » soit accordé à toutes les institutions financières étrangères, dans tous les secteurs de l'industrie financière, sous réserve que les institutions canadiennes jouissent d'un accès comparable aux marchés du pays d'origine de ces institutions. Les institutions étrangères ayant des activités au Canada et les institutions canadiennes ayant des activités à l'étranger devraient faire l'objet du « traitement national ». Toutefois, des limites et des exceptions au traitement national pourraient être imposées dans les cas où elles seraient justifiées par des préoccupations relatives à la stabilité du système financier et à l'application des politiques intérieures. Ces limites devraient faire l'objet de négociations avec les pays intéressés.

Les activités des institutions étrangères sur les marchés intérieurs peuvent être régies par deux approches différentes, celle du « traitement national » et celle de la « réciprocité ». Dans le premier cas, les institutions étrangères opérant dans un pays donné doivent être soumises au même traitement que les entreprises du pays en question. Le concept du traitement national est un des fondements de

l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT) et il est utilisé par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dans son code des investissements internationaux; il sous-tend aussi l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis, et il guide en général le gouvernement canadien dans ses négociations avec les autres pays.

En vertu du principe de réciprocité, deux pays conviennent que chacun autorisera les institutions financières de l'autre à opérer sur son territoire dans des conditions aussi favorables que celles qu'il accorde à ses propres institutions. Étant donné que la réciprocité, par définition, repose sur des accords bilatéraux (du moins, au début), il se pourrait qu'elle donne lieu, au Canada, à des situations où des institutions analogues de pays différents pourraient avoir des pouvoirs différents et opérer dans des secteurs différents de l'industrie financière canadienne, selon les pouvoirs accordés aux institutions canadiennes dans leur pays d'origine. Interprété de façon étroite, le concept de réciprocité signifierait que les banques japonaises ne seraient pas autorisées à se lancer dans des opérations de courtage au Canada, tandis que les banques britanniques et allemandes de l'Ouest, elles, le seraient. Il s'ensuit que l'administration de la réciprocité pourrait rendre plus complexe le processus de supervision prudentielle. Par contre, en vertu du principe du traitement national, les institutions financières canadiennes risqueraient de ne pas pouvoir se livrer à toutes les activités auxquelles les institutions étrangères pourraient s'adonner sur les marchés canadiens.

Le concept du traitement national semble souvent injuste à première vue, surtout lorsque la réglementation canadienne est plus libérale que celle des marchés étrangers. Ainsi, l'Accord de libre-échange canado-américain, qui repose sur le principe du traitement national, accorde aux filiales canadiennes d'entreprises américaines des pouvoirs plus étendus, particulièrement dans le domaine du courtage des valeurs mobilières, que leurs sociétés-mères n'en ont dans leur propre pays. Cela revient à dire que les sociétés financières canadiennes qui se lanceront sur le marché américain y subiront plus de restrictions que les firmes américaines qui viendront traiter sur les marchés canadiens. Il reste que la tendance récente a été favorable à une certaine convergence ou, à tout le moins, à une harmonisation de la réglementation. Ainsi, la *Loi Glass-Steagall* s'affaiblit lentement. Par exemple, dans une décision rendue en janvier 1989, la Banque de réserve fédérale a autorisé cinq grands holdings bancaires américains à avoir des opérations limitées de souscription de titres et de courtage; cette décision est entrée en vigueur immédiatement pour les obligations de sociétés et s'appliquera également, après réexamen en 1990, aux actions. Les banques canadiennes devraient pouvoir obtenir un traitement analogue en faisant la demande à la Banque de réserve fédérale.

Avec une plus grande harmonisation internationale de la réglementation, la différence entre les concepts de traitement national et de réciprocité s'estompe. La réciprocité semble être un meilleur instrument de négociation, mais le traitement national a le mérite d'être beaucoup plus facile à appliquer et de reconnaître les avantages unilatéraux, en matière d'accès et de concurrence, de l'entrée d'institutions étrangères sur les marchés intérieurs.

L'arrivée d'institutions étrangères est profitable pour les investisseurs et les emprunteurs canadiens, et l'accès aux marchés étrangers que les institutions canadiennes obtiennent en retour se révélera très utile pour leur expansion future. En définitive, le nouveau régime comporterait l'échange du traitement national, autrement dit la « réciprocité du traitement national ». Les institutions financières étrangères ne seraient autorisées à s'établir au Canada que si leur pays d'origine autorise les institutions canadiennes à s'implanter sur ses marchés et s'il est disposé à leur accorder le même traitement qu'à ses propres institutions.

La réciprocité d'entrée, voire le « traitement national réciproque », est une politique de bien des pays. La France et l'Allemagne de l'Ouest, par exemple, l'exigent avant d'autoriser une banque étrangère quelconque à entrer sur leurs marchés. C'est aussi une condition que les pays n'appartenant pas à la CEE devront satisfaire pour que leurs institutions soient admises, après 1992, sur le marché européen unique, que ce soit dans le domaine des banques, du courtage ou des assurances.

L'obligation d'accorder le traitement national ne signifie pas que le traitement doit être le même à tous égards. L'une des parties peut accorder aux institutions de l'autre un traitement différent pour des raisons légitimes, telles que la protection des consommateurs ou le contrôle national d'une industrie névralgique.

À l'heure actuelle, si le Canada permet l'entrée d'institutions étrangères dans le secteur bancaire, celui du courtage et celui des assurances, on ne peut véritablement parler de traitement national. Les actifs des filiales de banques étrangères non américaines sont limités à 12 % de l'actif total des banques canadiennes; les ressortissants d'autres pays que les États-Unis, collectivement, ne peuvent être propriétaires de plus de 25 % du capital-actions des banques figurant à l'Annexe A et des compagnies d'assurance-vie canadiennes; en outre, les banques étrangères (non américaines) doivent obtenir une autorisation ministérielle pour ouvrir plus d'une succursale.

L'entrée des institutions étrangères comporte des avantages pour les Canadiens. Il est possible de maintenir des institutions canadiennes fortes sans qu'il soit nécessaire d'imposer des contraintes à l'entrée des institutions étrangères qui réduiraient ces avantages. En outre, en limitant le traitement national, on risquerait de dissuader les institutions financières étrangères d'effectuer au Canada les investissements nécessaires pour renforcer la concurrence et introduire de nouveaux instruments et procédés financiers. L'élimination de ces restrictions au traitement national devrait toutefois, à notre avis, faire l'objet de négociations bilatérales avec chacun des pays intéressés.

Le renforcement des institutions canadiennes

La taille est souvent considérée comme une condition de compétitivité. Plus l'entreprise est grande, plus son bassin de capitaux sera, en général, vaste et plus elle sera capable d'assumer des risques. Les grandes entreprises ont aussi davantage de possibilités de diversifier leur actif et leur passif et une plus grande capacité de distribution et de placement d'émissions de titres. Elles se maintiennent enfin plus solidement sur les marchés quand la concurrence se fait plus farouche et que les marges de profit rétrécissent.

Par ailleurs, les autorités craignent souvent que la formation de grandes institutions financières n'aboutisse à une concentration du pouvoir et des marchés. Pourtant, la concentration ne peut être évaluée du seul point de vue intérieur. En effet, un système financier concentré sur le plan national, mais ouvert à la concurrence d'institutions étrangères, peut se comporter comme une industrie compétitive. En s'attachant trop au degré de concentration des marchés intérieurs, les responsables des politiques risquent de miner l'aptitude des institutions du pays à faire face à la concurrence internationale et à offrir à leurs clients une vaste gamme de services financiers sur les marchés intérieurs. C'est pourquoi

6 Nous recommandons que les organismes de réglementation, dans leur évaluation du niveau de concurrence et de concentration sur des marchés financiers spécifiques et de l'impact potentiel des fusions, acquisitions et alliances, prennent en considération la concurrence aussi bien internationale qu'intérieure.

La taille d'une entreprise constituant un important facteur de compétitivité dans tous les secteurs de l'économie, on assiste depuis quelques années à des fusions de plus en plus nombreuses. L'industrie justifie ces fusions par le fait qu'il faut avoir une taille minimale pour soutenir la concurrence.

Le problème de la concentration ne se pose pas vraiment sur le marché de gros, où les institutions financières canadiennes et étrangères se font directement concurrence et où les emprunteurs canadiens ont directement accès aux sources de capitaux. Selon la *Loi fédérale sur la concurrence*, les activités des sociétés étrangères devraient être prises en considération dans l'évaluation du degré de concurrence qui existe sur les marchés intérieurs. Il importe toutefois de reconnaître également que, quand les emprunteurs canadiens ont directement accès aux marchés étrangers, la concurrence s'en trouve intensifiée au pays. C'est sur le marché de détail qu'il faudrait s'inquiéter davantage de la concentration, au moins dans l'immédiat, étant donné que ce marché n'a pas encore été touché par la mondialisation. La titrisation des prêts pourrait toutefois y contribuer à une intensification de la concurrence. Nous y reviendrons plus loin.

L'innovation financière

L'innovation est une autre source de vigueur industrielle et elle a certainement contribué, dans le secteur financier, à accroître la concurrence et à ouvrir les marchés. Étant donné que les Canadiens ont eu moins tendance que les Américains et les Européens à utiliser des instruments financiers novateurs, il convient de se demander si l'État devrait encourager l'innovation financière. Deux écoles de pensées existent à ce sujet.

Selon l'approche « permissive », les marchés devraient être laissés à eux mêmes : à mesure que les avantages des nouveaux instruments dépasseront les coûts et les risques qui leur sont liés, le secteur privé les introduira sur le marché. Pour appuyer leur point de vue, les tenants de cette approche font valoir la quantité d'instruments novateurs introduits par des institutions du secteur privé, notamment des banques et des maisons de courtage aux États-Unis. Ils soulignent également le travail créateur des spécialistes financiers et leur empressement à offrir de plus en plus de nouveaux instruments afin de pouvoir récolter, ne serait-ce que pour quelques mois, les profits qui découlent de leur introduction. Ils prétendent également qu'il est difficile d'encourager l'introduction d'instruments particuliers, car ils n'ont pas encore fait leurs preuves et on n'en connaît à peu près pas les risques et la durée de vie utile. À leur avis, les politiques gouvernementales devraient avoir comme objectif unique d'éliminer les obstacles à l'introduction et au développement des nouveaux instruments.

Ceux qui favorisent une approche plus « proactive » prétendent que les institutions innovatrices récoltent les fruits de leurs produits pendant une courte période

seulement. Elles n'ont donc pas vraiment d'intérêt à effectuer des recherches dans ce secteur et à introduire et développer des pratiques et des instruments nouveaux. Aussi est-il nécessaire, selon ce point de vue, que les gouvernements participent à la création de nouveaux instruments, du moins dans les premières étapes, jusqu'à ce que les marchés les aient assimilés. Il existe des précédents à cet égard. Dans les années 50, la Banque du Canada a contribué au développement d'instruments du marché monétaire et la Banque d'expansion industrielle – précurseur de la Banque fédérale de développement (BFD) – a inauguré les prêts à terme aux entreprises. Une fois que les autres prêteurs, et surtout les banques, se sont mis à offrir ce genre de crédit, la BFD s'est retirée progressivement de ce marché et a limité ses prêts aux petites entreprises qui avaient difficilement accès au marché des prêts à terme. De même, ce sont des organismes gouvernementaux aux États-Unis qui ont lancé les titres hypothécaires, et leur participation sur ce marché est demeurée très active.

Chacune des deux formules a des avantages. Au Canada, les politiques gouvernementales devraient s'inspirer des deux. En premier lieu, elles doivent viser à éliminer tous les obstacles juridiques et autres à l'introduction des nouveaux instruments. Par conséquent,

7 Nous recommandons que la législation régissant les institutions financières au Canada soit modifiée, au besoin, de manière à autoriser explicitement le recours aux contrats à terme normalisés, aux options, aux swaps et aux autres nouveaux instruments tout en respectant le principe « d'investisseur prudent ».

La législation qui régit les institutions financières (fonds de pension; sociétés de fiducie, sociétés de prêts et compagnies d'assurance; banques; et coopératives de crédit et caisses populaires) suit habituellement deux orientations différentes.

Dans le premier cas, l'institution peut faire tout ce qui n'est pas défendu explicitement par la loi. C'est ce qui se passe en vertu de la *Loi sur les banques* et de la plupart des autres lois plus récentes comme la *Loi sur les régimes de retraite* de l'Ontario, les projets de loi fédéraux sur les sociétés de crédit et de fiducie et les lois québécoises sur les compagnies d'assurance et les sociétés de crédit et de fiducie.

Dans le second cas, aux termes des lois actuelles réglementant les caisses de retraite, les compagnies d'assurance et les sociétés de fiducie à l'échelon fédéral et dans plusieurs provinces, l'institution est restreinte aux activités qui sont explicitement prévues par la loi. Celle-ci dresse la liste des éléments d'actif que l'institution peut légalement détenir, et les placements sont habituellement limités aux débentures, obligations, actions ou autres titres d'emprunt des gouvernements, institutions financières ou sociétés commerciales qui répondent à certains critères de rentabilité. Ces lois renferment également une disposition omnibus qui autorise les institutions à détenir des éléments d'actif, habituellement entre 5 et 10 % de leur actif total, qui leur seraient autrement défendus. Tout élément d'actif qui répond aux critères d'admissibilité au moment de son achat peut être détenu légalement pendant toute sa durée utile. Les institutions ne sont pas tenues par la loi de réévaluer l'acceptabilité des actifs achetés ni d'examiner la diversification de l'ensemble de leur portefeuille, si elles respectent les limites de détention de certaines catégories d'actifs spécifiées dans la loi. Les actifs détenus en vertu de la clause omnibus sont sujets aux dispositions de l'investissement prudent, qui sont très bien établies dans le « common law » et le *Code civil* du Québec.

La plupart des projets de loi présentés ou adoptés récemment en matière de réglementation financière ne renferment plus de listes légales, mais ils exigent spécifiquement du gestionnaire de portefeuille qu'il adhère aux principes et dispositions de « l'investissement prudent ». Non seulement doit-il faire preuve de « prudence » au moment de l'achat de l'actif, mais il doit aussi réévaluer l'actif à intervalles périodiques, tout comme d'ailleurs la diversification de l'ensemble du portefeuille. Les lois plus récentes précisent parfois la part de l'actif total que peut représenter une catégorie particulière de biens. On ne sait pas encore clairement dans quelle mesure l'obligation de réévaluer l'ensemble du portefeuille incitera les institutions financières à avoir davantage recours à des instruments novateurs pour couvrir leurs risques et augmenter leur rendement.

En fait, un grand nombre de lois ne stipulent pas précisément si un nouvel instrument peut être utilisé ou non, ce qui a poussé des institutions à rester à l'écart de ces instruments. Il arrive souvent, par exemple, que les caisses de retraite et d'autres institutions financières ne recourent pas aux contrats à terme normalisés ni aux options pour couvrir leurs risques, soit parce qu'elles ont besoin d'affecter à d'autres actifs la partie inutilisée de la clause omnibus, soit parce qu'elles ne savent pas si l'utilisation de ces instruments est permise. Cette ambiguïté dans la loi devrait être dissipée afin de permettre que les instruments de tous genres soient utilisés quand cela est approprié. Le recours aux nouveaux instruments doit toutefois être assujetti aux dispositions de « l'investissement prudent ».

De nombreux analystes sont d'avis que l'absence de mécanismes de contrôle internes adéquats sur l'utilisation des nouveaux instruments constitue un facteur de risque

important. Il importe que les institutions ne se lancent pas dans des activités pour lesquelles elles ne disposeraient d'aucun mécanisme de contrôle interne. Elles devraient établir des règles internes qui précisent exactement les limites à la prise de risques, pour chaque catégorie d'instrument, en prenant soin de distinguer les activités de spéculation des opérations de couverture. Elles devraient également se donner des règles sur la transmission de l'information à la haute direction et des procédures pour évaluer les risques associés à divers engagements.

De fait, bon nombre d'institutions bien établies ont mis en place des mécanismes de ce genre – certaines d'entre elles, après avoir subi de lourdes pertes. À mesure que l'utilisation des nouveaux instruments se généralise et qu'elle offre une plus grande latitude à beaucoup d'institutions, il importe de s'assurer qu'aucune mauvaise utilisation ne puisse compromettre la stabilité du système financier. Avec un mécanisme de contrôle interne adéquat, l'utilisation croissante d'instruments novateurs favorisera sur les marchés financiers la concurrence, la diversification et la fourniture d'une gamme plus vaste de services financiers aux emprunteurs et aux investisseurs.

Un certain nombre d'entreprises et de particuliers – plus spécialement les petites et moyennes entreprises et les petits investisseurs – ne connaissent pas bien les nouveaux instruments comme les options, les contrats à terme normalisés ou les swaps. Au Canada, les sociétés d'État ont souvent contribué à la diffusion de l'information. Il s'agit d'un rôle limité mais utile que le gouvernement peut jouer et qui s'intégrerait à l'approche permissive. Par conséquent,

8 Nous recommandons que les sociétés d'État financières fédérales et provinciales aident les entreprises et investisseurs de petite et moyenne tailles à bien comprendre le rôle des nouveaux instruments financiers.

Au niveau fédéral, cet objectif de diffusion de l'information cadre bien avec les activités de la Banque fédérale de développement, et notamment avec son programme CASE (*Counselling Assistance to Small Enterprises*), qui aide les petites et moyennes entreprises à résoudre leurs problèmes de gestion financière et non financière. La Banque devrait aussi aider les entreprises intéressées à mettre sur pied la structure interne et les mécanismes de contrôle dont elles ont besoin pour bien gérer l'utilisation des nouveaux instruments financiers.

Dans la plupart des cas, le gouvernement devrait se limiter à éliminer les obstacles qui freinent le développement de nouveaux instruments et à diffuser de l'information sur leurs avantages et leurs risques. Si les modifications appropriées étaient apportées aux lois régissant les placements des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie de façon à autoriser clairement l'utilisation des nouveaux instruments, une participation accrue de ces institutions augmenterait les chances de succès d'un marché organisé de contrats financiers à terme au Canada.

La titrisation des prêts commerciaux — Le cas des créances converties en valeurs mobilières exige une approche plus active, car ces instruments procurent des avantages qui vont bien au-delà des principaux agents économiques qui évoluent sur les marchés, c'est-à-dire les institutions financières, les investisseurs et les emprunteurs. Ces créances peuvent en effet devenir un important instrument de financement du développement régional et faire le lien entre les marchés internationaux et le marché de détail, ce qui aiderait notamment les entreprises de taille moyenne.

La titrisation des prêts comporte plusieurs activités que certaines institutions seront en mesure de prendre en charge plus efficacement que d'autres. Si chaque institution se spécialise dans les activités où elle jouit d'un avantage et touche une commission pour le service précis qu'elle fournit, les coûts globaux peuvent être réduits. La spécialisation peut se faire à trois niveaux : la gestion primaire du risque, l'intermédiation du risque et la détention du risque, à l'intérieur desquels on peut faire d'autres subdivisions (voir encadré).

En 1992, les nouvelles exigences en matière de capitalisation augmenteront le coût des prêts commerciaux consentis par les banques par rapport aux autres éléments d'actif qu'elles détiennent (comme les hypothèques). Les capitaux disponibles pour les entreprises – surtout les plus petites d'entre elles – pourraient alors diminuer à moins que de nouveaux investisseurs se présentent. La vente de prêts individuels par les banques ne serait pas une solution de rechange valable à cet égard étant donné que les gestionnaires de gros portefeuilles, qui cherchent à investir de fortes sommes, ne seraient probablement pas intéressés à acquérir des créances individuelles. C'est là que la titrisation pourrait jouer un rôle important.

Des sondages réalisés aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada ont révélé que les petites et moyennes entreprises attachent beaucoup d'importance aux coûts des emprunts et à la connaissance que les institutions financières ont de leur dossier. Selon ces mêmes sondages, les grandes banques américaines accordent des prêts à moindre coût mais les petites banques locales connaissent mieux leurs clients et exigent souvent des garanties moins importantes. La titrisation des prêts aux entreprises au Canada pourrait permettre aux petites institutions financières locales, sensibilisées aux besoins de la collectivité environnante, de consentir des prêts tout en offrant des taux semblables à

Champs de spécialisation dans la titrisation des prêts commerciaux

- La *gestion primaire du risque* comprend les activités suivantes, qui nécessitent des rapports étroits avec les emprunteurs et, par conséquent, un réseau de distribution étendu et économique, ainsi qu'un bon système d'information :

– l'octroi de prêts hypothécaires personnels ou prêts commerciaux;

– la gestion des prêts, c'est-à-dire la collecte des paiements de remboursement, la surveillance de la situation de l'emprunteur et l'exécution des procédures nécessaires lorsqu'un débiteur est incapable de s'acquitter de ses obligations; et

– l'entreposage, c'est-à-dire la garde de titres de créances.

Les banques commerciales, les sociétés de fiducie, les coopératives de crédit et les caisses populaires, les petites sociétés de prêts hypothécaires et certaines entreprises spécialisées, comme celles qui offrent des prêts aux consommateurs, seraient les principaux gestionnaires primaires du risque.

- L'*intermédiation du risque*, qui exige une connaissance des mécanismes de regroupement des prêts, la capacité de trouver des investisseurs, un grand réseau de distribution et la capacité d'absorber les pertes inhérentes au processus de souscription, englobe les activités suivantes :

– le regroupement des prêts, c'est-à-dire la mise en commun des éléments d'actif en un fonds de créances converties en valeurs mobilières;

– la vente de certificats de participation dans le fonds, c'est-à-dire la recherche d'investisseurs disposés à acheter des créances titrisées; et

– la mise sur pied d'une fiducie pour l'administration du fonds.

Les maisons de courtage et les banques d'affaires joueraient le rôle d'intermédiaires de risque.

- La *détention du risque*, pour laquelle il faut être capable d'évaluer les risques inhérents aux instruments financiers, de prévoir la valeur future des éléments d'actif financiers et de couvrir les risques, inclut :

– la détention des titres ou des certificats de participation vendus par un fonds de créances; et

– l'achat et la vente de ces titres sur des marchés secondaires.

Les détenteurs de grands portefeuilles, comme les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-vie et les fonds d'investissement seraient les détenteurs de risque.

ceux accordés par les plus grandes institutions. De plus, la titrisation accroîtrait la disponibilité des capitaux à l'extérieur des centres urbains. Les institutions locales seraient alors en mesure d'agir comme prêteur initial et de vendre leurs prêts à des intermédiaires qui les convertiraient en valeurs mobilières pour les revendre à de plus gros investisseurs.

La titrisation des prêts aux entreprises représente un défi de taille, notamment à cause de l'absence d'homogénéité entre les divers prêts commerciaux. Ces prêts ont en effet des caractéristiques très différentes en ce qui concerne les échéances, les garanties, les taux d'intérêt, la solvabilité, le secteur d'activité et l'emplacement de l'emprunteur, pour n'en nommer que quelques-unes. On peut pallier à cette absence d'homogénéité par une garantie du principal et de son remboursement ponctuel, ou par l'imposition de conditions – par exemple à l'égard de l'échéance ou de la garantie – visant à normaliser davantage ce genre de prêt. Cette seconde option réduirait le nombre de prêts adaptés à la structure financière de l'emprunteur, mais c'est sans doute là un prix relativement faible à payer pour s'assurer d'une disponibilité continue de capitaux, à de meilleures conditions et à un moindre coût.

L'amélioration du crédit joue un rôle important dans la titrisation des prêts commerciaux. Différentes méthodes d'amélioration de crédit ont été utilisées à un moment ou à un autre dans le processus de titrisation des hypothèques, des prêts pour l'achat d'automobiles, des prêts commerciaux et des soldes de cartes de crédit (voir encadré). Ce que l'on a souvent vu, particulièrement dans les premières étapes d'un programme, c'est un organisme gouvernemental qui offre aux investisseurs une garantie de remboursement ponctuel des intérêts et du principal. Cette garantie favoriserait la normalisation nécessaire des prêts et éliminerait l'obligation d'enregistrer les émissions et de déposer un prospectus auprès des commissions provinciales de valeurs mobilières.

Mais elle pourrait aussi comporter des coûts. En effet, la garantie offerte risque fortement d'affecter la qualité des prêts octroyés dans le seul but de participer à la titrisation, obligeant peut-être à recourir aux deniers publics pour couvrir d'importantes pertes éventuelles. Toutefois, aucune garantie gouvernementale n'a été donnée lors de la titrisation des prêts automobiles ou des soldes de cartes de crédit. On a plutôt eu recours, soit à des lettres de crédit (qui engagent habituellement une banque à couvrir les défauts de paiement éventuels), soit au surnantissement (l'inclusion dans un fonds de créances d'une valeur totale supérieure à la valeur du fonds, de sorte que les investisseurs ne sont pas perdants dans le cas de défauts de remboursement de certains prêts), soit aux deux à la fois.

Certaines méthodes d'amélioration du crédit peuvent s'avérer trop coûteuses dans le cas des prêts commerciaux.

Méthodes d'amélioration du crédit

1 Assurance ou lettre de crédit émise par une institution privée.

2 Premières pertes (10 à 15 % de la valeur comptable) assumées par le prêteur d'origine.

3 Surnantissement – le fonds comprend des prêts d'une valeur supérieure à celle des certificats vendus.

4 Émissions en plusieurs tranches – titres de premier et de second rangs, les remboursements s'appliquant d'abord aux titres de premier rang.

5 Garantie gouvernementale du paiement ponctuel des intérêts et du principal, assortie d'une restriction sur le montant total pouvant faire l'objet d'une garantie chaque année.

Ainsi, étant donné que les prêts ne sont pas normalisés, il se pourrait qu'une évaluation de la qualité de chaque prêt soit nécessaire pour déterminer la couverture d'assurance requise. Pour éviter cela, on pourrait établir des normes auxquelles les prêts commerciaux devraient satisfaire pour être inclus dans des fonds. Également, si le prêteur initial s'engage à assumer les premières pertes – c'est là une autre méthode d'amélioration du crédit –, cela pourrait aller carrément à l'encontre de l'objectif même de la titrisation, qui est de faire sortir les prêts du bilan de l'entreprise. Quoi qu'il en soit, une recherche plus poussée s'impose pour trouver l'équilibre approprié entre les différentes méthodes d'amélioration du crédit et la normalisation, en fonction de leur coût et de leurs répercussions négatives possibles sur le processus de titrisation.

Si, en fin de compte, il s'avère nécessaire d'assortir une méthode d'amélioration de crédit d'une garantie gouvernementale, il faudrait restreindre la garantie totale qui pourrait être accordée chaque année et exiger une commission appropriée reflétant les risques courus. En dépit du fait qu'il serait plus facile de mettre sur pied un programme de titrisation des prêts aux entreprises avec une garantie du gouvernement, nous ne sommes pas persuadés que cela serait avantageux à long terme. Comme nous l'avons déjà mentionné, la normalisation pourrait se faire par l'établissement de critères auxquels les prêts devraient répondre pour être inclus dans le fonds. Ces critères imposeraient une discipline indispensable pour l'approbation des prêts, en dépit du fait qu'ils pourraient aussi limiter les genres de prêts susceptibles d'être titrisés, et même restreindre le volume total de ces prêts. Mais ce serait là un faible prix à payer pour assurer le succès initial du programme et restreindre le rôle de l'État.

En dernier lieu, les maisons de courtage ou une agence gouvernementale, ou les deux, pourraient se charger de maintenir le marché.

En améliorant le fonctionnement des marchés financiers intérieurs, la titrisation des prêts aux entreprises favoriserait la réalisation de deux objectifs importants des politiques gouvernementales : elle pourrait offrir aux entreprises, notamment à celles de petite et moyenne tailles, le financement dont elles ont besoin et contribuer au financement des régions. La vente de certificats de participation sur les marchés internationaux ferait profiter le grand public des avantages de la mondialisation. Pour toutes ces raisons, le développement de cet instrument devrait être encouragé.

Dans ce contexte, le rôle que le gouvernement devrait jouer est celui de catalyseur pour faire démarrer le programme. Aux États-Unis, la titrisation a été lancée en 1970

par le gouvernement fédéral et par des organismes gouvernementaux qui ont introduit les « rétrocessions hypothécaires ». Le gouvernement a démontré que la titrisation pouvait se faire et être profitable. Aujourd'hui, le secteur privé est actif dans la titrisation des prêts hypothécaires. Les soldes de cartes de crédit et les prêts automobiles ont été convertis en valeurs mobilières sans assistance gouvernementale. Mais, à cause des difficultés particulières que comporte la titrisation des prêts commerciaux, les organismes gouvernementaux jouent à nouveau un rôle de catalyseur aux États-Unis.

Au Canada, lorsqu'on examine l'activité de la Banque fédérale de développement (BFD) en matière de prêts à terme et celle de la Société canadienne d'hypothèques et de logement en matière de prêts et d'assurances hypothécaires, on constate que la participation de l'État au développement d'un nouveau produit financier est souvent perçue comme une intervention temporaire qui se termine dès que le secteur privé est désireux et capable de prendre la relève. Ce devrait être la même chose pour la titrisation des prêts commerciaux.

À cause du rôle important que la BFD joue dans le développement du financement des entreprises, de son expertise dans ce domaine et de son réseau de succursales d'un océan à l'autre, elle pourrait être la voie par laquelle le gouvernement fédéral faciliterait le développement de la titrisation des prêts commerciaux au Canada.

9 Nous recommandons que la Banque fédérale de développement (BFD) contribue au développement au Canada d'un marché de prêts commerciaux convertis en valeurs mobilières :

a) en regroupant les prêts consentis par des prêteurs privés dans des fonds dont les certificats de participation seront vendus à des investisseurs à un prix qui procurerait une rémunération juste à tous les participants;

b) en établissant des normes à l'égard des prêts destinés à des fonds;

c) en élaborant, en collaboration avec les entreprises du secteur privé, des méthodes d'amélioration du crédit;

d) en se tenant prête, au besoin, à maintenir un marché secondaire pour les certificats de participation dans les fonds.

La participation de la BFD à l'une ou l'autre des activités précitées devra se terminer dès que le secteur privé manifestera son intention de prendre la relève.

La Banque fédérale de développement est sans doute la mieux placée pour structurer le marché des prêts commerciaux titrisés et elle devrait faire bénéficier de son expertise nouvellement acquise les organismes provinciaux de prêts aux entreprises. Par conséquent,

10 Nous recommandons que les sociétés d'État provinciales de prêts aux entreprises prennent également une part active dans la structuration du marché des prêts commerciaux convertis en valeurs mobilières.

Le renforcement de la solvabilité des institutions financières

La mondialisation et l'innovation financière ont beaucoup contribué à l'amélioration et à la diversification des services disponibles au Canada. Mais elles ont aussi accru le risque d'insolvabilité ou d'instabilité du système financier en réduisant la transparence du système. Il est en effet devenu plus difficile de suivre le volume croissant d'opérations financières effectuées entre les pays, d'autant plus que la proportion de transactions hors bilan est beaucoup plus forte que par le passé. Les organismes de réglementation, les bureaux de comptables et les vérificateurs interrogés par les chercheurs du Conseil estiment que l'absence de transparence constitue un problème grave. Plusieurs mesures peuvent être prises à l'échelle nationale pour freiner la diminution de la transparence et ainsi maximiser les avantages nets de l'intensification de la concurrence et de l'ouverture des marchés. Notamment :

- une meilleure divulgation des renseignements sur les institutions financières;
- une meilleure surveillance des risques qu'elles assument;
- l'imposition de ratios de capitalisation;
- l'obligation pour les sociétés étrangères d'entrer au Canada par l'entremise de filiales;
- le renforcement des filets de sécurité; et
- la limitation des liens entre institutions financières et sociétés commerciales.

Une meilleure divulgation des renseignements

En ce qui concerne la première mesure mentionnée,

11 Nous recommandons que les institutions financières canadiennes soient tenues de déclarer tous les trimestres à l'organisme de réglementation compétent tous leurs engagements hors bilan et de fournir, sur demande, l'accès aux renseignements touchant les contreparties dans des opérations de gré à gré comme les swaps, les options et les contrats à terme normalisés.

Il existe au pays un certain nombre d'organismes de réglementation qui ont le pouvoir d'exiger ce genre de renseignements, mais qui le font rarement. Or, l'insuffisance des renseignements sur le risque de position et le risque de crédit assumés par les institutions financières entrave considérablement la supervision prudentielle. Cette situation s'explique dans une large mesure par le fait que beaucoup de ces risques ne figurent pas directement au bilan. Dans un premier temps, les institutions devraient être tenues de divulguer leurs engagements hors bilan. Dans un second temps, il leur faudrait révéler, au besoin, l'identité des contreparties (c'est-à-dire le particulier, la société ou l'institution) avec lesquelles elles ont conclu une transaction (swap de taux d'intérêt ou contrat à terme, par exemple). De par leur nature, ces renseignements ne seraient pas différents de ceux révélés par les vérifications des dossiers de crédit des banques. Cette exigence, qui devrait toucher les banques, les maisons de courtage, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie, nécessite la mise en place de normes concernant la présentation de rapports sur les nouveaux instruments.

Une surveillance plus étroite

S'ils sont mieux renseignés sur les institutions financières, les organismes de réglementation seront davantage en mesure de surveiller les risques que courent ces dernières. Le phénomène de titrisation et la participation accrue des banques et autres institutions dans le courtage de titres ont accentué l'importance du risque de position par rapport au risque de crédit. Cependant, la plupart des mesures de supervision et de prévention ont trait au risque de crédit, comme c'est le cas des ratios minimaux actifs/fonds propres, pondérés en fonction des risques, qui sont proposés par la Banque des règlements internationaux. Au Canada, les organismes de réglementation n'ont généralement pas tenté d'évaluer l'ampleur du risque de position assumé par les institutions financières ni, d'ailleurs, d'élaborer des méthodes visant à le contrôler. Le secteur des valeurs mobilières fait exception à cet égard puisque le risque de position y est pris en compte quand on détermine la capitalisation requise.

Pour évaluer et surveiller le risque de position et les risques liés à beaucoup d'éléments hors bilan, il faudra définir des normes et des méthodes qui permettent de les mesurer. Le Conseil sait pertinemment que la tâche est loin d'être facile et que la plupart des institutions elles-mêmes ignorent comment mesurer tous ces risques, mais elle est nécessaire. Par conséquent,

12 Nous recommandons que les organismes de contrôle canadiens mettent en place des méthodes de surveillance du risque de position assumé par les institutions financières.

Pour assurer ce genre de surveillance, il faudra prendre en compte les éléments d'actif et de passif au bilan et hors bilan, le degré d'appareillage entre l'actif et le passif et, enfin, la variabilité historique et anticipée du prix des actifs.

Les normes de capitalisation

La divulgation des renseignements et la surveillance des risques ne représentent qu'une première étape avant d'établir une gestion de la prise de risques qui n'entrave pas la concurrence. Nous croyons qu'il faut fixer des taux de capitalisation pour toutes les institutions financières sur la base d'une évaluation des risques qu'elles assument. Mais le Canada ne peut agir seul. D'abord, dans un contexte de planétarisation rapide, la stabilité du système financier canadien est de plus en plus tributaire de la solvabilité des grandes institutions étrangères, lesquelles doivent donc elles aussi savoir gérer leur prise de risques. Ensuite, des normes trop strictes désavantageraient les institutions canadiennes par rapport à leurs concurrentes étrangères. Il est donc d'une importance capitale que l'on impose des taux de capitalisation à toutes les institutions et que les exigences canadiennes soient compatibles avec celles qui sont imposées par accord international aux institutions qui opèrent sur les marchés mondiaux internationaux. En conséquence,

13 Nous recommandons, dans le cadre de l'élaboration des procédures de mesure et de contrôle des risques, que soient fixées pour toutes les institutions financières canadiennes des normes de capitalisation pondérées en fonction de tout l'éventail des risques qu'elles assument et que ces normes soient compatibles, dans toute la mesure du possible, avec celles qui s'appliquent par accord international aux institutions ayant des opérations internationales.

Un taux de capitalisation minimum établi en fonction des risques courus joue deux rôles importants. En premier lieu, il prévoit un coussin financier qui permet à l'institution de se protéger, ainsi que ses clients, en période de difficultés économiques. En second lieu, ce taux minimum représente une forme de contrôle sur les risques assumés par

l'institution. Mais l'obligation des banques canadiennes d'affecter 8 % de leurs capitaux à la couverture des risques à la fin de 1991 tient uniquement compte du risque de crédit, tandis que le ratio actifs/fonds propres pondéré en fonction du risque que l'on exige des maisons de courtage ne tient pas pleinement compte de ce risque. Les normes de capitalisation de ces deux catégories d'institutions doivent donc être modifiées pour tenir dûment compte du risque de position et du risque de crédit. Des recherches sont en cours sous l'égide de la Banque des règlements internationaux pour intégrer le risque de variations de prix dans l'établissement des ratios de capitalisation. De plus, des normes de capitalisation pondérées en fonction du risque devraient être mises en place pour toutes les institutions, y compris les sociétés de fiducie, les coopératives de crédit et les caisses populaires, qui participent à des opérations très semblables à celles des banques.

L'entrée d'institutions étrangères sur le marché canadien par l'intermédiaire de filiales

La structure par laquelle les entreprises étrangères opèrent au Canada est une autre question importante qui a des répercussions sur la stabilité du système financier. À l'heure actuelle, les maisons de courtage et les banques étrangères ne peuvent s'installer au Canada que par l'entremise de filiales (qui ont le droit d'ouvrir des succursales n'importe où au pays), et les compagnies d'assurance-vie étrangères peuvent le faire par l'intermédiaire d'une filiale ou d'une succursale.

Les institutions étrangères s'opposent fortement à l'obligation de créer des filiales car, selon elles, celles-ci coûtent beaucoup plus cher à administrer et à exploiter que des succursales. En théorie, une succursale n'a pas besoin de système de comptabilité ou de conseil d'administration indépendants de celui de la société mère, et il faut moins de vérificateurs pour examiner sa situation financière. De plus, les succursales peuvent accorder des prêts plus importants que les filiales parce qu'elles peuvent puiser directement aux capitaux de l'institution mère. Quand elle exploite des succursales, l'institution est en mesure d'affecter plus efficacement ses ressources financières à travers le monde. En outre, comme les succursales font toujours partie de la société mère, elles risquent moins que les filiales d'être victimes de difficultés résultant d'une conjoncture économique défavorable dans le pays hôte. Les activités d'une succursale sont par ailleurs entièrement garanties par la société mère, ce qui peut rehausser la confiance des agents économiques dans le système financier du pays hôte, quand celle-ci a une envergure internationale.

Mais il y a aussi des facteurs qui militent contre l'établissement de succursales plutôt que de filiales. Ainsi, comme la succursale fait partie intégrante de la société mère, elle est assujettie à la réglementation du pays d'origine, ce qui peut parfois limiter ses activités. Les succursales des banques américaines, par exemple, ne peuvent opérer dans le domaine des valeurs mobilières; cela était également, jusqu'à tout récemment, le cas des banques canadiennes. Pour éviter ces restrictions, les banques américaines et canadiennes ont dû établir des filiales à Londres. Par ailleurs, pour les organismes de réglementation, il est plus facile de contrôler une filiale – qui doit avoir sa comptabilité, ses administrateurs et son conseil d'administration propres – qu'une simple succursale. Enfin, les filiales sont protégées contre les difficultés financières que peut connaître leur société mère.

Parmi les pays de l'OCDE, seuls le Canada, la Finlande, la Norvège, la Suède et l'Australie exigent des institutions bancaires étrangères qu'elles créent des filiales pour opérer sur leurs marchés intérieurs. Cependant, pour être reconnue comme institution européenne dans le contexte de l'Europe d'après 1992 et avoir ainsi accès à l'ensemble de la Communauté, une institution étrangère à la CEE devra établir une filiale dans au moins un des 12 pays membres.

Dans certains cas, aussi, les modalités d'établissement d'une succursale ont tendance à brouiller la distinction entre succursales et filiales, particulièrement lorsque des équivalences de capital sont imposées. Aux États-Unis, par exemple, les succursales d'institutions étrangères doivent en général conserver, auprès de la Réserve fédérale ou d'une institution de dépôt reconnue de l'État où la succursale est établie, des dépôts représentant 5 % de leurs éléments d'actif risqués. En France, on impose certaines exigences de capitalisation minimale et on demande un engagement formel de la maison mère. Au Japon, les maisons de courtage étrangères qui veulent établir une succursale doivent déposer une caution et les succursales doivent maintenir un certain montant d'actifs minimum. D'autres pays limitent la gamme des activités des succursales. En Allemagne de l'Ouest, par exemple, seules les filiales sont autorisées à gérer des émissions en deutsche marks.

La leçon que l'on peut tirer de l'expérience étrangère quant aux modalités de l'entrée des institutions étrangères sur les marchés intérieurs est donc très nuancée. Lorsqu'il s'agit de décider de la forme à privilégier, les institutions mettent l'accent sur les coûts de fonctionnement, alors que les organismes de réglementation s'intéressent davantage à la stabilité.

L'argument de la stabilité prend d'autant plus de poids que l'industrie financière internationale est en évolution.

Étant donné que le partage des responsabilités au niveau de la supervision entre le pays d'accueil et le pays d'origine n'est pas toujours clairement défini et que les normes communes sont rares, c'est au pays d'accueil qu'il incombe surtout de protéger le fonctionnement de son propre système financier, dont les entreprises étrangères font partie intégrante. La surveillance des succursales d'institutions étrangères n'est pas impossible, mais un sondage effectué auprès des organismes de réglementation canadiens révèle que la surveillance des filiales est plus facile et plus efficace. Tant que la supervision des différentes catégories d'institutions financières ne sera pas mieux coordonnée et que la réglementation ne sera pas davantage harmonisée au niveau international, la prudence milite en faveur de la formule des filiales. Par conséquent,

14 Nous recommandons que les institutions financières étrangères qui veulent opérer au Canada soient tenues d'y créer des filiales, à moins qu'elles ne se limitent à offrir leurs services à des non-résidents.

Comme la solvabilité ne préoccupe les organismes de réglementation que lorsqu'elle touche les Canadiens, les institutions étrangères qui se contentent de transiger avec des non-résidents, soit par l'intermédiaire de centres bancaires internationaux, soit par d'autres moyens, ne devraient pas être obligées de créer des filiales. En outre, les succursales de compagnies d'assurance-vie étrangères exerçant déjà leurs activités au Canada devraient bénéficier d'une clause de droits acquis.

Les filets de sécurité

Les filets de sécurité sont le quatrième élément d'un train de mesures intérieures qui visent à maintenir la confiance à l'égard du système financier.

Il importe que les banques centrales continuent de considérer le système financier dans son ensemble, et pas seulement le secteur bancaire, lorsqu'elles évaluent les besoins de liquidités de l'économie et réagissent aux pressions qui se font sentir dans divers secteurs du système financier. Mais il importe tout autant que les clients des maisons de courtage soient protégés contre la fraude afin de maintenir leur confiance dans tous les secteurs du système financier. Et à cette fin, un fonds de protection est nécessaire. Il existe des fonds du genre, administrés par des associations privées et des organismes d'autoréglementation, en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Au Canada, le Fonds national de prévoyance, qui est administré par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et par les bourses, est financé par les contributions des membres de l'association et ne protège que les clients non institutionnels. Ce fonds a toujours été capable de faire face à ses engagements. Après la faillite, en 1987, d'une maison de courtage de taille moyenne, il a toutefois dû demander une contribution extraordinaire à ses membres pour s'acquitter pleinement de ses obligations et regarnir ses coffres.

Étant donné que c'est principalement le client moins informé qui a besoin de protection, il faudrait imposer une limite au niveau de couverture, ce qui n'existe pas actuellement dans le Fonds national de prévoyance. Aux États-Unis, la *Federal Deposit Insurance Corporation* couvre les dépôts bancaires jusqu'à concurrence de 100 000 $, et le fonds de protection des investisseurs est limité à 500 000 $ (y compris un maximum de 100 000 $ pour les espèces) par client et par faillite. Au Canada, la Société d'assurance-dépôts assure les dépôts jusqu'à concurrence de 60 000 $. En nous basant sur ce chiffre et sur le ratio de cinq à un entre la couverture des dépôts en espèces et la couverture totale en vigueur dans l'industrie américaine des valeurs mobilières,

15 Nous recommandons que le Fonds national de prévoyance du Canada, qui est administré par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et les bourses canadiennes, couvre les pertes subies par les clients non institutionnels des maisons de courtage jusqu'à concurrence de 300 000 $ par cas et par client (et jusqu'à concurrence de 60 000 $ pour les dépôts en espèces). Le Fonds devrait continuer d'être administré par des organismes d'autoréglementation et être financé par les cotisations des entreprises membres, auxquelles il devrait avoir le pouvoir d'imposer des normes financières.

La capacité d'imposer des normes est une condition souvent liée aux régimes de protection – dans le domaine de l'assurance-dépôts au Canada, par exemple –, afin que l'assureur ne subisse pas de pertes indues. Les normes renforcent la solvabilité des institutions financières. C'est pourquoi le Conseil estime qu'il faudrait en établir pour toutes les catégories d'institutions, non seulement pour les raisons de solvabilité que nous venons d'évoquer, mais aussi parce qu'elles réduisent le « risque moral » lié aux fonds de protection.

Tout filet de sécurité comporte en effet un certain risque moral, en ce sens qu'il peut encourager les institutions à assumer des risques supplémentaires et à faire supporter le coût de leurs décisions par quelqu'un d'autre, en l'occurrence l'assureur ou le prêteur de dernier recours. Dans le cas du Fonds national de prévoyance, ces coûts seraient transférés aux autres maisons de courtage, étant donné que ce sont elles qui, collectivement, financent le Fonds. Les

ratios actifs/fonds propres pondérés en fonction du risque, la divulgation obligatoire de renseignements et la supervision prudentielle réduisent les risques de faillite et, par conséquent, la probabilité qu'il faille recourir aux filets de sécurité. De toute façon, quand une institution fait faillite – et il faudrait la laisser faire faillite si elle n'est pas rentable ou si elle est mal administrée – ce sont la direction et les actionnaires de l'institution qui devraient absorber les pertes résultant de leurs décisions, tandis que les déposants et les autres clients devraient être protégés jusqu'à concurrence des limites convenues. Le danger moral est ainsi réduit au minimum, et les avantages qui sont liés au maintien de la confiance à l'égard du système justifient clairement l'existence de filets de sécurité.

L'acquisition d'institutions financières par des sociétés non financières

En ce qui concerne la question des liens entre sociétés commerciales et institutions financières, le Conseil reconnaît qu'il existe de nettes divergences d'opinion entre les divers paliers de gouvernement au Canada, les groupes de pression et les analystes. Nous nous adressons ici aux deux niveaux de gouvernement, convaincus qu'une analyse minutieuse des faits et des options possibles les aidera, beaucoup plus que la rivalité qu'ils entretiennent, à prendre des décisions avisées.

Étant donné qu'il existe des arguments fort valables d'un côté comme de l'autre, il n'est vraiment pas facile de décider où se trouve l'intérêt public. Comme nous le faisons remarquer dans l'appendice B, ceux qui sont en faveur de liens en amont entre institutions financières et sociétés commerciales mettent l'accent sur la nécessité d'ouvrir le système financier à la concurrence. Ceux qui s'y opposent insistent plutôt sur la solvabilité, le traitement équitable des clients et la stabilité du système.

Du simple point de vue de l'augmentation de la concurrence et d'une plus grande ouverture des marchés, les sociétés non financières devraient être autorisées, sans conditions, à acquérir des institutions financières. Mais, en revanche, du simple point de vue de la solvabilité, les liens entre sociétés commerciales et institutions financières devraient être carrément interdits. La première approche contribuerait à renforcer la compétitivité de diverses institutions financières mais, par ailleurs, elle mettrait en danger la stabilité à long terme du système financier. Quant à la seconde option, elle renforcerait certes la solvabilité, mais réduirait du même coup la concurrence. Nous sommes en présence de deux approches extrêmes.

La concurrence et la solvabilité jouent un rôle important dans l'efficacité d'un système financier. Nous avons donc été amenés à trouver une position mitoyenne offrant un meilleur équilibre entre ces deux facteurs. Nous présentons ici deux options, l'une qui insiste sur la solvabilité et l'autre, sur la concurrence. Nous n'avons nullement l'intention de détailler chacune de ces deux options et croyons qu'il est plus utile de faire valoir une solution intermédiaire, tout en donnant les raisons pour lesquelles nous penchons d'un côté plutôt que de l'autre.

Option 1 – Permettre les liens entre sociétés commerciales et institutions financières, mais réglementer le comportement des entreprises — Ceux qui sont en faveur de l'établissement de liens en amont entre sociétés commerciales et institutions financières n'hésitent pas à reconnaître les dangers signalés par ceux qui s'y opposent, et ils recommandent même l'adoption de mesures en vue de réduire les risques de comportement imprudent ou abusif des institutions financières. Il faudrait que ces mesures nous assurent que toutes les transactions entre les institutions financières et leurs partenaires commerciaux s'effectuent selon les conditions du marché. Cette première option consisterait donc à permettre l'établissement de liens en amont entre institutions financières et sociétés commerciales, tout en créant des mécanismes d'examen des transactions avec lien de dépendance. Cette approche exigerait la mise en place d'un comité de vérification composé de membres indépendants dont le mandat serait d'examiner en détail ces transactions. Il faudrait aussi procéder à une vérification plus fréquente des opérations financières des sociétés maintenant des liens commerciaux en amont.

L'organisme de réglementation pourrait, par exemple, dépêcher tous les mois ses vérificateurs auprès des institutions financières afin de s'assurer que toutes les transactions entre parties liées ont été faites de manière prudente et correcte, selon les conditions du marché. Le coût de cette surveillance additionnelle serait couvert par des cotisations spéciales des institutions qui maintiennent des liens avec des sociétés commerciales.

Les exigences de ce contrôle, et l'appareil bureaucratique qu'il suppose, seraient vraisemblablement très importants, ce qui pourrait bien freiner le développement des liens entre institutions financières et sociétés commerciales. De plus, nous sommes d'avis qu'aucune mesure de contrôle et de suivi n'arriverait à prévenir entièrement les transactions abusives ou imprudentes, surtout dans les cas où l'un des partenaires est déterminé à contourner la loi. D'ailleurs, plus souvent qu'autrement, ces transactions ne sont connues des autorités de tutelle qu'une fois le fait accompli. En permettant l'établissement de liens entre sociétés commerciales et institutions financières, on crée ainsi de nouveaux risques systémiques qu'il est impossible d'éliminer complètement.

Cette option suppose donc implicitement que les Canadiens sont prêts à prendre de plus grands risques, en comptant sur les avantages que comporte une intensification de la concurrence.

Pour réduire les risques encore plus, nous avons examiné la possibilité d'interdire toute transaction entre les institutions financières et les entreprises commerciales auxquelles elles peuvent être associées. Mais une interdiction générale priverait les partenaires des synergies qui découlent des liens en question et, ce qui est peut-être plus important encore, elle empêcherait la réaffectation des ressources financières dans les différents secteurs du marché à mesure que les occasions se présentent. Or, si elles ne peuvent pas réaffecter leurs ressources, les entreprises ne peuvent pas être efficaces. Par conséquent, une interdiction générale des transactions financières entre sociétés financières et non financières réduirait à néant bon nombre des avantages pouvant découler des liens entre les deux types de sociétés. Nous ne pouvons donc la retenir comme une solution viable.

Dans le contexte actuel, en permettant les liens en question, on répondrait aux préoccupations de ceux qui favorisent une plus grande flexibilité dans les règles régissant la propriété des sociétés de fiducie et des compagnies d'assurance-vie. Toutefois, si l'on retient l'option 1, il sera nécessaire de réexaminer les règles de propriété de toutes les catégories d'institutions financières canadiennes. Aussi longtemps que les banques, les mutuelles d'assurance-vie, les coopératives de crédit et les caisses populaires seront obligées, de par les lois qui les régissent ou de par leur structure interne, d'être des sociétés à capital dispersé, elles ne pourront établir de liens en amont avec des entreprises commerciales. Et si l'établissement de ce genre de liens est effectivement un atout qui renforce la compétitivité des institutions financières, les banques, les coopératives financières et les mutuelles d'assurance-vie seraient alors désavantagées par rapport aux autres institutions financières. Il ne faut donc pas perdre de vue que la mise en œuvre de cette option suppose tôt ou tard une révision de la structure de propriété de toutes les institutions financières canadiennes, et notamment des banques à charte.

Option 2 – La solvabilité d'abord — La seconde option part de l'hypothèse que, même s'il n'y a pas de coûts immédiats associés au fait que des institutions financières appartiennent à des intérêts commerciaux, ce genre de lien crée des dangers à plus long terme. Étant donné que ces liens touchent actuellement surtout des entreprises de grande taille jouissant d'une bonne réputation et d'une solide situation financière, les dangers paraissent plutôt éloignés. Mais la situation pourrait fort bien changer au cours des années, à mesure qu'augmentera le nombre d'institutions financières appartenant à des entreprises commerciales, dont beaucoup sont lourdement endettées et vulnérables à un ralentissement de l'économie. Nous sommes ici préoccupés par le comportement éventuel de certaines entreprises commerciales qui, face à des difficultés financières, pourraient être fortement tentées de prendre des raccourcis et d'obtenir un financement intérimaire d'un partenaire captif.

Pour éviter ces risques, cette option empêcherait donc les institutions de dépôt de créer des liens de propriété importants avec des investisseurs non financiers, mais aucune contrainte ne serait imposée aux autres institutions. Ces restrictions s'appliqueraient à toutes les institutions de dépôt – banques, coopératives de crédit, caisses populaires, sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires – à cause de leur rôle spécial et de la protection que leur procurent les filets de sécurité. Si d'autres institutions devaient accepter des dépôts ou des instruments réputés être des dépôts, elles devraient alors être assujetties à ces mêmes restrictions. En vertu de cette option, les lois provinciales et fédérales interdiraient à des intérêts non financiers (ou des groupes d'intérêts commerciaux associés) d'investir dans des institutions de dépôt lorsque ces investissements représenteraient ou dépasseraient 10 % du capital social de l'institution en question. Des règles de droits acquis s'appliqueraient aux institutions de dépôt qui sont déjà liées à des sociétés commerciales.

En ce qui concerne les institutions qui n'acceptent pas de dépôts, la loi devrait exiger que, dans leurs contacts avec le public, elles indiquent clairement qu'elles sont contrôlées par des intérêts commerciaux. Nous avons déjà prévu, à l'option 1, le type d'examen des transactions avec lien de dépendance auquel devraient procéder les membres indépendants du conseil d'administration et les instances publiques.

Analyse des options — Depuis 10 ou 15 ans, la concurrence internationale s'intensifie. Dans la plupart des grands pays, les obstacles à la circulation internationale des capitaux ont disparu. Les entreprises étrangères peuvent maintenant s'établir plus aisément dans la plupart des marchés intérieurs des pays industrialisés. Les grands emprunteurs peuvent aller chercher un financement n'importe où dans le monde; les investisseurs, de leur côté, ont adopté une optique beaucoup plus planétaire de leurs affaires.

Dans le présent rapport, nous recommandons des mesures qui contribueraient à réduire encore davantage les barrières qui entravent la concurrence internationale et à améliorer l'accès des étrangers à nos propres marchés et celui des

institutions canadiennes aux marchés des autres pays. Nous recommandons aussi l'adoption d'instruments, comme les prêts commerciaux titrisés, qui renforceraient la compétitivité des institutions – comme les petites sociétés de fiducie, par exemple – qui veulent justement être autorisées à établir des liens avec des sociétés commerciales. Nous croyons également que le processus de titrisation permettrait d'accroître la solidité des institutions financières à caractère régional. En fait, tout notre rapport s'articule sur des options qui favorisent une concurrence accrue.

Toutefois, pour ce qui est des liens entre sociétés commerciales et institutions financières, nous pensons qu'il est préférable de privilégier la solvabilité des institutions et la stabilité des marchés financiers. Nous nous prononçons dans ce sens en sachant pertinemment que, dans la formulation de leurs politiques, les autorités provinciales et fédérales devront constamment s'efforcer de trouver un juste équilibre entre la concurrence et la solvabilité, et que, dans le nouvel espace financier, la solvabilité posera des défis de taille. De plus, nous estimons que les avantages attribuables aux liens en question peuvent dans une large mesure être obtenus d'autres façons. On peut en effet profiter des synergies sans nouer nécessairement des liens de propriété réciproque; et les marchés peuvent être concurrentiels sans que les institutions financières deviennent la propriété d'entreprises commerciales.

Tout en favorisant la seconde option, nous reconnaissons qu'il existe déjà des liens entre certaines sociétés commerciales et institutions financières et qu'il est par conséquent nécessaire d'honorer les engagements déjà pris par des clauses de droits acquis. Nous sommes d'avis, bien sûr, que les actionnaires commerciaux de ces institutions devraient être amenés à réduire peu à peu leur participation à une position minoritaire.

Il y a plusieurs façons d'atteindre cet objectif. On peut accorder une période de transition convenable qui permette de conclure les affaires en cours, après quoi la croissance des actifs serait gelée jusqu'à ce que l'investisseur principal réduise sa part à une position minoritaire. On pourrait également autoriser une croissance continue des actifs, à condition que la participation des intérêts commerciaux soit graduellement réduite à un rythme déterminé, par voie de négociation ou de législation.

Nous n'ignorons pas que le fait de demander aux actionnaires de réduire leur participation à une position minoritaire est beaucoup plus restrictif que la part de 65 % suggérée dans le Livre bleu du gouvernement fédéral. Notre proposition témoigne ici de nos préoccupations à l'égard de la solvabilité, mais elle tient également compte du fait que même une fois qu'elles seront devenues des actionnaires minoritaires, les entreprises jouissant de droits acquis demeureront avantagées par rapport aux autres institutions de dépôt.

16 Nous recommandons qu'un investisseur (particulier ou entreprise) ayant des intérêts dans une entreprise non financière ne puisse posséder plus de 10 % du stock de capital d'une institution de dépôt. Dans le cas des institutions de dépôt qui ont des liens avec des entreprises commerciales au moment où la recommandation est mise en application, la croissance des actifs de l'institution sera :

a) gelée après une période de transition convenable suivant la mise en application de la recommandation (la croissance des actifs pourra reprendre quand les actionnaires commerciaux auront réduit leur participation à un niveau non majoritaire); ou

b) permise sans restriction, sous réserve de l'approbation par les autorités compétentes d'un calendrier de réduction de la participation de l'actionnaire à une position minoritaire.

Les autres institutions financières qui pourront établir des liens avec des entreprises commerciales devraient se doter de comités d'examen internes composés d'administrateurs indépendants pour s'assurer que les transactions avec des entreprises commerciales associées sont effectuées aux conditions du marché.

Cette recommandation ne s'appliquerait qu'aux banques de l'Annexe B et aux sociétés de fiducie, étant donné que les banques de l'Annexe A, les coopératives de crédit et les caisses populaires sont des institutions à propriété dispersée et que les maisons de courtage, les banques d'affaires, les compagnies d'assurance et les sociétés financières n'acceptent pas de dépôts.

Notre recommandation s'adresse à la fois au gouvernement fédéral et aux gouvernements provinciaux. Dans certaines compétences provinciales, l'établissement de liens entre institutions financières et entreprises commerciales a permis de renforcer des institutions régionales. Le Conseil reconnaît qu'il est important d'encourager la croissance d'institutions solides qui accordent une attention particulière aux besoins de la population locale. Nous proposons d'ailleurs dans le présent rapport des mesures qui contribueraient à la réalisation de cet objectif. Toutefois, l'établissement de liens entre institutions financières et sociétés commerciales pour cette seule raison ne produirait que des gains à court terme, tout en risquant d'entraîner des coûts

élevés à plus longue échéance. Nous reconnaissons également qu'un grand nombre d'initiatives provinciales dans le domaine de la réglementation financière, et particulièrement celles du gouvernement du Québec, ont beaucoup contribué à la modernisation des marchés financiers canadiens. S'il est vrai qu'en autorisant des intérêts commerciaux à posséder des institutions financières, on pourrait renforcer encore davantage la compétitivité des institutions financières et des marchés canadiens, nous préconisons néanmoins une vision à plus long terme et sommes d'avis qu'il faut bien examiner les risques additionnels que comporte une telle approche, et notamment leur incidence sur les filets de sécurité gouvernementaux.

Mesures exigeant une coopération internationale

Les responsables des politiques et les organismes de réglementation de divers pays doivent collaborer pour maîtriser les forces de la mondialisation des marchés financiers et de l'innovation financière. En premier lieu, ils doivent s'employer à supprimer les obstacles qui entravent le progrès ordonné de la mondialisation, afin que les citoyens de tous les pays puissent tirer profit de l'intensification de la concurrence internationale des institutions financières et d'un meilleur accès aux marchés mondiaux. Les autorités de tutelle doivent aussi s'assurer qu'aucune institution ne puisse échapper à son contrôle en déplaçant ses opérations d'un niveau de compétence à un autre, que la circulation internationale des capitaux soit surveillée de façon appropriée et que la rivalité des régimes de réglementation des divers pays ne débouche pas sur un système laxiste. Des mesures en ce sens contribueraient à la solvabilité des institutions financières et à la stabilité des marchés.

L'amélioration de la concurrence et de l'accès

Les recommandations 4 et 5 visaient la suppression, au Canada, des obstacles à la mondialisation, mais les obstacles en place à l'étranger devraient également être éliminés. Par conséquent,

17 Nous recommandons que le gouvernement du Canada encourage activement les autres pays à supprimer tout obstacle restant à la libre circulation internationale des capitaux.

Il ne demeure que peu d'obstacles légaux à la libre circulation des capitaux entre les pays qui ont une importance économique pour le Canada. Les lois *Glass-Steagall* et *MacFadden*, aux États-Unis, le manque de transparence qui caractérise l'application de la réglementation financière au Japon et les limites à la circulation internationale des personnes imposées par les États-Unis et le Royaume-Uni sont les obstacles les plus sérieux qui subsistent. Il existe encore certaines entraves à la circulation internationale des capitaux en France, où les prêts à des non-résidents doivent être financés par des dépôts de non-résidents. La Thaïlande, Singapour et le Venezuela limitent les participations et acquisitions étrangères; la Corée du Sud et l'Italie, l'entrée d'institutions étrangères; les Philippines et le Brésil exercent encore un contrôle des changes. D'après une enquête effectuée en 1988 auprès de certaines institutions financières canadiennes par plusieurs ministères fédéraux (et à laquelle a participé le Conseil économique), les obstacles légaux aux échanges de services financiers sont considérés comme mineurs, et plutôt comme des irritants. La plupart des autres obstacles sont d'ordre économique ou culturel et, par conséquent, ils sont beaucoup plus difficiles à surmonter.

Certains aspects « techniques » du fonctionnement des marchés financiers qui n'ont pas suivi l'évolution récente nuisent à la mondialisation. Ils ont trait à la compensation et à l'appariement des ordres d'« achat » et de « vente » et à l'exécution (transfert d'espèces et de titres) des transactions. C'est pourquoi

18 Nous recommandons que les commissions de valeurs mobilières du Canada s'emploient, dans le cadre d'organisations internationales, à établir une structure internationale efficace de compensation et de règlement des commandes.

Sans mécanismes efficaces et comparables de compensation et de règlement des transactions, les emprunteurs et les investisseurs se tiendront à l'écart de nombreux marchés étrangers, et les avantages de l'internationalisation seront ainsi perdus. Une première étape verrait l'établissement, sur chaque marché intérieur, d'un système efficace de compensation et de règlement. Dans un deuxième temps, des liens internationaux seraient établis entre les divers systèmes nationaux.

La réduction des risques et la stabilité du système

Le maintien de la stabilité des institutions et des marchés financiers dans un contexte mondial repose sur une approche en quatre points : la disponibilité et la diffusion d'une information appropriée; l'établissement de normes harmonisées de comptabilité et de divulgation; l'établissement de normes minimales de capitalisation; et la

coopération en matière de supervision prudentielle. Pour assurer la disponibilité de l'information,

19 Nous recommandons que les commissions de valeurs mobilières et les bourses du Canada œuvrent, dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs et d'autres organismes internationaux, pour assurer la diffusion de l'information sur les prix des valeurs mobilières et le rendement des compagnies inscrites en bourse, au moment même où des changements se produisent.

L'information devrait être disponible dès que les conditions changent. À cette fin, chaque pays devrait d'abord se doter de systèmes de communication appropriés, comme l'ont recommandé les auteurs des nombreux rapports publiés aux États-Unis et en Europe sur le krach boursier d'octobre 1987. Il faudrait ensuite que ces systèmes nationaux soient raccordés par des liaisons électroniques internationales.

La séparation des risques, la croissance des activités hors bilan et les échanges internationaux ont amoindri la qualité des données existantes sur l'intermédiation financière internationale. Les organismes de réglementation ont constamment besoin d'évaluer les risques et, pour gérer leur économie, les gouvernements ont besoin de savoir dans quelle mesure leurs administrés ont recours aux marchés internationaux pour satisfaire leurs besoins d'investissement et de financement. Par conséquent,

20 Nous recommandons que le gouvernement canadien coopère avec les gouvernements des autres pays industrialisés afin d'encourager leurs organismes statistiques à établir des banques de données sur les transactions financières internationales.

Il serait, par exemple, utile d'obtenir des données sur : l'exposition des institutions à divers engagements hors bilan à l'étranger; la ventilation des prêts en devises étrangères selon la résidence de l'emprunteur; les placements à l'étranger des caisses de retraite; les investissements étrangers; les revenus que les particuliers, les sociétés, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et autres entités constituées en sociétés reçoivent de l'étranger, selon l'importance, l'origine et le panier de devises.

L'étape suivante consisterait à établir des critères communs de divulgation de la situation financière des sociétés financières. À cette fin,

21 Nous recommandons que les gouvernements fédéral et provinciaux, les organismes de réglementation et les bureaux canadiens de comptables et de vérificateurs :

a) appuient les efforts du Comité international des normes comptables, du Comité international de normalisation de la vérification et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, en vue de l'élaboration de normes internationales de comptabilité et de vérification;

b) participent activement à l'élaboration de ces normes dans les organismes internationaux susmentionnés, dans le but de les adopter à leur propre niveau de compétence; et

c) pressent les organismes internationaux susmentionnés d'accélérer la mise au point de normes internationales relatives au traitement de l'exposition des entreprises commerciales et des institutions financières aux activités hors bilan.

L'harmonisation des méthodes comptables n'est pas chose facile, compte tenu des différences qui existent entre les pays et de la conviction de chacun d'avoir le meilleur système. Le Comité international des normes comptables (CINC) travaille depuis plus de 15 ans à l'établissement de normes comptables internationales. De plus, le Comité international de normalisation de la vérification, établi par l'*International Federation of Accountants*, émet depuis 11 ans des lignes directrices sur les normes de vérification. Mais aucun de ces organismes n'a le pouvoir de faire prévaloir ses normes sur les normes nationales. Pour être efficaces, ils ont besoin de l'appui des organismes de réglementation nationaux. Au Canada, le Comité international des normes comptables bénéficie de l'appui de l'Institut canadien des comptables agréés et de plusieurs organismes de réglementation.

Étant donné que les organismes internationaux s'efforcent encore d'harmoniser le traitement des éléments apparaissant aux bilans des sociétés – le Comité international des normes comptables a publié un document provisoire sur la question en janvier 1989 –, l'élaboration de normes dans ce domaine n'est pas pour demain. Mais tout retard à traiter de cette question menace la stabilité du système financier. À cause de l'absence de transparence, le monde de la finance pourrait être gravement perturbé par un accident sérieux, qui se produirait sans signe avant-coureur.

Des normes de comptabilité et de vérification harmonisées et adéquates sont indispensables à la supervision prudentielle des institutions financières. Dans un contexte de planétarisation rapide, l'harmonisation devrait aussi viser la lutte contre la fraude, les transactions intéressées, les conflits d'intérêts et les risques assumés par divers agents économiques. En outre, la supervision des institutions financières multinationales exige une vue planétaire de leurs opérations. Le gouvernement fédéral et les provinces

doivent pouvoir obtenir de l'information des autorités étrangères, auxquelles ils doivent être disposés, en retour, à fournir de l'information sur les institutions canadiennes. Par conséquent,

22 Nous recommandons que les gouvernements fédéral et provinciaux s'efforcent, dans le cadre des organismes internationaux, d'améliorer la coordination internationale de la supervision prudentielle des institutions financières. Les aspects à améliorer comprennent notamment :

a) l'accès aux états consolidés et à l'information provenant des organismes de réglementation étrangers;

b) la lutte contre la fraude et le contrôle des transactions intéressées et des conflits d'intérêts; et

c) la supervision des maisons de courtage et du commerce des valeurs mobilières par les banques.

Étant donné l'évolution rapide de la titrisation, il faut certes accorder davantage d'attention aux maisons de courtage et au commerce des valeurs mobilières par les banques commerciales. Le système bancaire mondial a profité des travaux entrepris par le comité des superviseurs bancaires sous l'égide de la Banque des règlements internationaux. Toutefois, dans le cas des maisons de courtage, les efforts de coordination de l'Organisation internationale des commissions de valeurs n'ont été amorcés qu'en 1986-1987 et, malgré certains progrès indéniables, il reste encore beaucoup à faire.

La coordination de la supervision prudentielle du commerce des valeurs mobilières en est au stade de développement où se trouvait, au début des années 70, la coordination du secteur bancaire. Il est donc grand temps de prendre conscience de l'urgence de la situation, mais sans pour autant manquer de rigueur. La coordination internationale de la supervision prudentielle devrait reposer sur des normes minimales garantissant une protection appropriée. Les normes minimales de capitalisation revêtent à cet égard une importance particulière.

23 Nous recommandons que les commissions de valeurs mobilières du Canada participent, dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, à l'établissement, pour les maisons de courtage, de normes internationales de capitalisation pondérées en fonction des risques, et que cette pondération s'applique à la fois au risque de position et au risque de crédit auxquels est exposée la maison de courtage.

Ces efforts devraient aussi être coordonnés avec ceux du comité des superviseurs bancaires afin que toutes les institutions qui se livrent à des activités du même genre soient assujetties aux mêmes normes de capitalisation.

* * * * *

Comme tous ceux qui s'aventurent sur un nouveau territoire, emprunteurs et prêteurs ne saisissent et ne mesurent peut-être pas toujours toute la portée des possibilités et des dangers que recèlent les secteurs encore largement inexplorés du nouvel espace financier qui prend forme à la faveur de l'internationalisation et de l'innovation. Les grandes transformations qui sont en train de se produire offrent d'énormes possibilités d'accroître l'efficacité des marchés financiers – en réduisant le prix des services et en diversifiant les sources de capitaux – et, par conséquent, d'améliorer la performance de l'économie canadienne. Les producteurs et les utilisateurs de services financiers qui ont peur de s'aventurer dans le nouvel espace financier risquent de perdre des marchés aux mains de concurrents plus audacieux.

Le Conseil économique estime que les modifications proposées dans ses recommandations sont nécessaires pour permettre aux Canadiens de tirer profit de l'évolution en cours, tout en réduisant les risques qui l'accompagnent. C'est pourquoi le Conseil est d'avis que les obstacles à l'innovation et les restrictions aux transactions internationales devraient être éliminés. Il favorise également la titrisation des prêts aux entreprises, qui, si elle est gérée avec prudence, accroîtra l'efficacité de l'économie tout en répondant aux besoins financiers des emprunteurs des différentes régions du pays.

Le nouvel espace financier offre aux institutions canadiennes tout un éventail de possibilités nouvelles, dans un environnement beaucoup plus compétitif. Nous avons signalé dans le présent rapport de synthèse que nos institutions perdent du terrain sur certains marchés en expansion rapide. Nous estimons que des institutions canadiennes solides constituent un pilier important de la croissance de notre économie, mais nous croyons aussi que le meilleur moyen d'améliorer leur compétitivité est la concurrence, et non le protectionnisme. C'est pourquoi nous proposons qu'on assouplisse encore davantage les restrictions qui entravent la concurrence étrangère sur le marché canadien. Nous proposons en outre d'autres mesures qui pourraient permettre aux institutions canadiennes d'élargir leurs débouchés, tant au Canada qu'à l'étranger. Si elles sont mises en œuvre, ces mesures sont susceptibles d'accélérer la restructuration de l'industrie des services financiers,

changement auquel le Canada ne peut se soustraire s'il veut demeurer compétitif sur les marchés de demain.

La promotion de la concurrence constitue un aspect important du présent rapport, mais bon nombre de nos recommandations visent également à renforcer la solvabilité de nos institutions financières et la stabilité des systèmes financiers canadien et international. Si l'on met en œuvre des mesures allant dans le sens de celles que nous avons recommandées, nous croyons qu'il sera possible de gérer judicieusement les risques inhérents au nouvel espace financier et d'améliorer ainsi les perspectives de gains économiques.

Nous avons la conviction que le processus d'internationalisation va se poursuivre et que le Canada ne peut demeurer à l'écart de cette évolution. C'est pourquoi le Conseil estime que les Canadiens et leurs gouvernements doivent prendre l'initiative et se donner les moyens nécessaires pour s'engager avec confiance dans le nouvel espace financier planétaire.

Appendices

A L'enjeu des négociations sur les échanges de services financiers

Dans les négociations sur le commerce des services financiers, on note souvent une certaine confusion entre la circulation internationale des capitaux et l'investissement direct dans le secteur des services financiers. Il n'est pas rare, en effet, que les négociateurs ou les analystes des politiques utilisent le terme « commerce » pour désigner ce qui est en réalité un « investissement direct ».

Les concepts fondamentaux

La *circulation internationale des capitaux* ne tient compte ni de la nationalité ni du pays de résidence des parties à l'opération. Par exemple, lorsque des Canadiens achètent des titres sur des marchés étrangers ou empruntent sur les marchés étrangers et internationaux, il y a circulation internationale des capitaux.

On trouve plusieurs définitions de l'*opération financière internationale*, les différences entre les définitions tenant au lieu de résidence de la contrepartie et à la devise utilisée. Une opération financière est dite internationale dans les conditions suivantes :

- lorsqu'elle porte sur une devise étrangère (cette définition est celle qu'utilise souvent la Banque du Canada dans ses rapports statistiques sur les opérations internationales des banques canadiennes);

- lorsque la devise utilisée n'est pas celle du pays où l'opération est effectuée (cette définition s'applique aussi aux opérations sur le marché des euro-devises); ou

- lorsqu'une des parties à l'opération est non résidente, quelle que soit la devise utilisée.

Certaines définitions renferment diverses combinaisons de ces éléments. Les deux derniers, par exemple, entrent dans la définition qu'utilise la Banque des règlements internationaux pour évaluer le niveau d'intermédiation financière internationale.

Dans ce cadre conceptuel, un prêt en dollars US accordé à un Canadien au Canada par une banque canadienne est une opération internationale parce que le prêt est libellé en une devise étrangère. Toutefois, cette opération de prêt n'entraîne pas de mouvement international de capitaux et elle n'appartient pas non plus au commerce de services financiers puisque l'institution et le client sont tous les deux établis dans le même pays.

En fait, le *commerce de services financiers* s'entend de la vente de produits financiers aux résidents d'un autre pays. Le Comité des marchés financiers de l'OCDE s'est fondé sur ce principe pour élaborer les trois volets de la définition suivante du commerce de services financiers :

- la vente, par une institution à partir de son propre pays, de produits financiers à des habitants d'un autre pays;

- la vente, par une entreprise ou un particulier établis dans un pays étranger, de produits financiers à des habitants d'un tiers pays;

- la vente, par une entreprise ou un particulier établis dans un pays étranger, de produits financiers à des habitants de ce pays[1].

La première partie de cette définition décrit en quelque sorte le commerce véritable de services financiers et elle reproduit celle du commerce des marchandises. Par exemple, on parlera de commerce véritable de services financiers lorsqu'une institution financière établie dans un pays accorde des prêts à des clients étrangers ou accepte leurs dépôts ou, de même, lorsqu'une institution financière établie dans un pays donné souscrit l'émission d'un client dans un autre pays ou lui fournit des services de courtage.

La distinction entre les activités sur le marché intérieur et le commerce international repose sur le lieu où sont établis le producteur et le consommateur des services financiers, si bien qu'il y a commerce véritable seulement lorsque ces lieux sont différents. C'est pourquoi une opération en dollars US entre des Canadiens ne fait pas partie du commerce de services financiers. Parallèlement, l'émission de titres par une institution canadienne sur l'euro-marché de Londres au nom d'un emprunteur canadien et l'achat subséquent de ces titres par un Canadien n'est pas non plus un exemple de commerce de services financiers, puisque les deux parties sont canadiennes; cependant, l'opération a entraîné deux mouvements internationaux de capitaux, l'un entre le Canada et l'étranger et l'autre en sens inverse. L'entrée de

dollars US au Canada en conséquence d'une opération entre une banque canadienne et une banque américaine relève du commerce parce que les deux institutions sont établies dans deux pays différents. Dans cet exemple, l'apport de capitaux au Canada se rattache au commerce. Si l'on fait une analogie avec le secteur des marchandises, les automobiles japonaises qui arrivent au Canada sont des importations, tandis que la vente d'une voiture japonaise par un Canadien à un autre n'est qu'une opération sur le marché intérieur.

Toutefois, lorsque les données recueillies portent uniquement sur les opérations commerciales véritables, la valeur du commerce de services financiers est très faible. D'après des estimations de St-Hilaire et Whalley, par exemple, la valeur des échanges de services bancaires classiques aux États-Unis au début des années 80 variait entre 3 et 5 milliards de dollars US, ce qui représentait entre un cinquième et un huitième des estimations du revenu provenant de l'étranger et lié aux activités à l'étranger des établissements de banques américaines[2]. Au Canada, on estime la valeur des exportations entre 550 et 980 millions de dollars US. D'après nos estimations pour 1985, les prêts accordés par les banques canadiennes à des non-résidents et comptabilisés au Canada représentaient seulement 9,2 % de la valeur totale des prêts consentis à des non-résidents par les banques canadiennes.

Les données qui précèdent font ressortir un important aspect du commerce de services, notamment de services financiers : bien qu'il existe trois façons d'exporter des services financiers à des habitants d'autres pays, la plupart de ces services sont fournis par des établissements situés ailleurs que dans le pays d'origine de la banque.

Cette observation nous amène à parler de l'*investissement étranger direct dans le secteur des services financiers*, c'est-à-dire l'établissement d'une institution financière dans un autre pays en vue de fournir des services financiers.

Malgré les progrès des télécommunications et des autres technologies, les institutions financières restent convaincues qu'elles doivent avoir à l'étranger une présence plus concrète que la simple représentation par les banques avec lesquelles elles font affaire. L'institution qui veut s'implanter sur le marché de détail doit nécessairement ouvrir un bureau sur place. Ce bureau est aussi essentiel pour obtenir de l'information – élément important de la production des services financiers – parce qu'il permet à l'institution d'établir des contacts dans le milieu et d'apprendre à connaître l'économie du pays d'accueil.

Étant donné l'importance capitale de l'information, les problèmes des institutions financières ne sont pas ceux des entreprises de fabrication, et le commerce de services financiers diffère de celui des marchandises. Pour les fabricants, le commerce extérieur et l'investissement étranger direct constituent généralement deux possibilités, tandis que pour les institutions financières, ces deux aspects sont complémentaires.

De façon générale, les deuxième et troisième éléments de la définition de l'OCDE sont assimilés à l'investissement étranger plutôt qu'au commerce. Ils ajoutent une nouvelle dimension à la définition, celle de la « nationalité » de l'institution mère. Ainsi, un prêt accordé à un Canadien par la filiale canadienne d'une banque américaine ou un prêt consenti à un habitant du Royaume-Uni par la filiale britannique d'une banque canadienne sont des opérations qui relèvent du commerce de services financiers, même si elles ne sont pas comptabilisées dans la balance des paiements parce que les deux parties sont établies dans le même pays.

Mais toutes les opérations des succursales ou des filiales d'institutions étrangères peuvent-elles être assimilées au commerce ? Il y a lieu de distinguer ici les activités des filiales de celles des succursales, des agences et des bureaux de représentation. Les services fournis à l'étranger par ces trois genres d'établissement sont assez étroitement liés à ceux de l'institution mère pour être incorporés aux activités commerciales.

Par contre, les activités des filiales locales d'institutions étrangères sont différentes. Il arrive très souvent que les produits financiers vendus par les filiales à l'étranger se distinguent nettement de ceux qu'offre l'institution mère dans son pays d'origine. Sur les marchés internationaux, par exemple, les banques américaines souscrivent les émissions d'actions de sociétés, alors que cette activité leur est interdite aux États-Unis en vertu de la *Loi Glass-Steagall*. Ces préoccupations sont légitimes, mais l'harmonisation grandissante de la réglementation des différents pays en atténue l'importance. La nationalité de l'institution mère demeure toutefois un important facteur.

Malgré tout, à cause du critère de la nationalité, il est nécessaire de faire une distinction entre l'investissement étranger direct et les placements de portefeuille. Un investissement étranger direct suppose la possession légale du bien matériel correspondant et il a pour effet d'étendre le pouvoir administratif. Lorsqu'une institution financière canadienne crée une filiale, une succursale ou une agence à l'étranger, elle fait un investissement étranger direct, puisqu'elle possède des intérêts dans ces établissements et qu'elle participe souvent à leur gestion. Par contre, lorsqu'une institution financière canadienne achète un nombre d'actions d'une société étrangère sans acquérir une participation majoritaire, elle fait un placement de portefeuille.

La figure A-1 présente des exemples des liens qui existent entre ces différentes notions.

Deux dimensions

Le commerce de services financiers s'inscrit dans le processus de la mondialisation, qui constitue l'un des thèmes centraux du présent rapport. Il comprend deux aspects différents. L'un se rapporte à la circulation internationale des capitaux. Au chapitre 4, nous avons examiné les opérations auxquelles s'applique la définition du commerce véritable de services financiers, mais nous avons élargi notre examen de cet aspect pour inclure la circulation internationale des capitaux et les opérations internationales des institutions financières qui n'entrent pas dans le commerce de services financiers.

L'autre aspect du commerce de services financiers est celui de la pénétration des marchés nationaux par des institutions étrangères. Il se rattache à l'investissement étranger direct, dont le commerce de services financiers est indissociable. Au chapitre 5, nous avons examiné l'investissement étranger direct, question qui se rattache, dans les négociations, à celle du droit d'établissement.

Les discussions en cours

Le commerce de services financiers et, en particulier, sa libéralisation recoupent à la fois le commerce véritable et l'investissement étranger direct. En effet, la libéralisation de la circulation internationale des capitaux et des services financiers relève du commerce, tandis que le droit d'établissement et les questions connexes de la réciprocité et du traitement national se rapportent à l'investissement étranger direct.

Des ententes bilatérales sur le commerce des services ont été conclues entre le Canada et les États-Unis, entre Israël et les États-Unis et entre l'Australie et la Nouvelle-Zélande. En outre, des négociations à ce sujet se déroulent actuellement dans la Communauté économique européenne. À l'échelle mondiale, deux grands organismes – le GATT et l'OCDE – ont étudié le commerce des services ou proposé des règles à cet égard, ou les deux.

Au GATT

Après la Seconde Guerre mondiale, le GATT a été créé en vertu d'un accord international conclu entre 23 pays

Figure A-1

Différences dans le statut d'un prêt consenti par une banque canadienne

		Nature de l'opération[1]		
	Devise	Circulation internationale de capitaux	Opération internationale	Opération commerciale
Résidence de l'emprunteur :				
Prêt comptabilisé au Canada				
Canada	$ CAN	Non	Non	Non
Canada	$ US	Non	Oui	Non
États-Unis	$ CAN	Oui	Oui	Oui
États-Unis	$ US	Oui	Oui	Oui
Prêt comptabilisé à Londres[2]				
Canada	$ CAN	Oui	Oui	Non[3]
Canada	$ US	Oui	Oui	Non[3]
États-Unis	$ CAN	Oui	Oui	Oui
États-Unis	$ US	Oui	Oui	Oui
Royaume-Uni	£	Non	Oui	Oui[4]

1 Du point de vue du Canada.
2 Toutes ces opérations dépendent de l'établissement d'une présence concrète par la banque à Londres et résultent donc de l'investissement étranger direct.
3 Cette opération serait considérée comme une opération internationale du point de vue de la balance des paiements du Canada.
4 Cette opération ne serait pas considérée comme une opération internationale du point de vue de la balance des paiements du Canada.

(dont le Canada) qui cherchaient à réduire les restrictions commerciales. (Aujourd'hui, on compte 96 pays signataires.)

Avant 1986, les négociations du GATT ne portaient pas sur les services. En 1986, cependant, il a été décidé d'étendre les négociations commerciales multilatérales (NCM) au commerce des services. Les négociations sectorielles n'ont pas encore commencé, mais de nombreux pays ont déjà défini les grandes lignes directrices de la libéralisation du commerce dans le secteur des services.

Autre question importante, on se demande en ce moment dans quelle mesure les principes du GATT applicables au commerce des marchandises – non-discrimination, traitement de la nation la plus favorisée (NPF), traitement national, transparence et mise en place d'un mécanisme de règlement des différends – peuvent aussi s'appliquer au commerce des services. Les États-Unis et d'autres pays industrialisés proposent également d'inclure dans les négociations le droit d'établissement, qui n'est pas un principe du GATT[3].

Les grandes lignes directrices seront vraisemblablement le point de départ de la négociation d'un certain nombre d'accords sectoriels qui devraient en fin de compte englober les opérations bancaires et l'assurance. Mais certains doutent que ces négociations réussissent. On estime que les grandes différences entre les systèmes nationaux de réglementation financière constitueront un obstacle à la réussite des prochaines NCM. En outre, de nombreux pays en voie de développement ont exprimé des réserves au sujet de l'inclusion du droit d'établissement dans l'ordre du jour des négociations.

À l'OCDE

L'OCDE, au contraire, a déjà mis en place certains mécanismes pour faire face à la libéralisation du commerce international de services bancaires et financiers. Ces mécanismes comprennent le code de libéralisation des mouvements de capitaux, le code de libéralisation des opérations invisibles en cours et l'instrument de traitement national. Plusieurs comités de l'OCDE étudient en outre la libéralisation du commerce de services financiers.

Les codes de libéralisation de l'OCDE, dont le premier a été adopté en décembre 1961, sont des moyens juridiques par lesquels les pays membres se sont engagés à poursuivre la libéralisation. Ces derniers peuvent toutefois exprimer officiellement des réserves pour indiquer les domaines dans lesquels ils ne sont pas disposés à appliquer les codes.

Le code de libéralisation des opérations invisibles en cours porte principalement sur les activités commerciales et industrielles, sur les commissions et les frais rattachés au commerce extérieur, sur l'assurance-transport, sur les voyages, sur le tourisme et sur le revenu tiré du capital. Ce code traite de certains aspects du commerce de services financiers, mais le code de libéralisation des mouvements de capitaux s'y rapporte plus directement. Il y est question des opérations financières à moyen et à long termes, notamment de l'investissement direct, de l'émission et de la négociation d'actions et d'obligations, des activités de crédit et de prêt, ainsi que des mouvements de capitaux des particuliers et du crédit à court terme rattaché au commerce international. Le code de libéralisation des mouvements de capitaux ne traite pas des autres opérations à court terme, mais on étudie la possibilité de les inclure.

Depuis 1984, l'obligation pour les pays de libéraliser les conditions de l'investissement étranger direct a été renforcée de manière à tenir compte des principaux aspects du droit d'établissement des entreprises étrangères. Cependant, tous les pays ont exprimé des réserves sur la libéralisation de l'investissement étranger direct. Le code de l'OCDE traite, entre autres, des questions liées à l'implantation d'investisseurs non résidents dans un pays de l'OCDE, mais le traitement des entreprises déjà installées est une question qui relève de l'instrument de traitement national, en vertu duquel les pays membres conviennent d'accorder un traitement national aux entreprises appartenant en totalité ou en partie à des intérêts étrangers et installées sur leur territoire.

Les codes de libéralisation et l'instrument de traitement national font l'objet d'un examen permanent par deux comités de l'OCDE, celui des mouvements de capitaux et des transactions invisibles, et celui de l'investissement international et des entreprises multinationales. Le Comité des échanges et le Comité des marchés financiers étudient aussi des questions liées au commerce de services financiers. En mars 1987, par exemple, le Comité des échanges a publié un cadre conceptuel visant à promouvoir la libéralisation du commerce de services financiers et il a commencé à en vérifier la pertinence dans le domaine des services bancaires et de l'assurance. Le Comité des marchés financiers cherche actuellement à cerner les obstacles qui entravent le commerce international de services financiers.

De façon générale, les négociations internationales sur le commerce de services financiers portent sur l'élimination des obstacles. À l'heure actuelle, la plupart des obstacles à la libre circulation des capitaux entre les principaux pays industrialisés ont été supprimés, de sorte qu'il subsiste seulement des difficultés mineures. Les barrières qui restent se rapportent presque toutes au droit d'établissement et aux

conditions régissant les opérations des institutions d'un pays dans un autre.

Ces questions prennent par conséquent une importance grandissante dans les discussions internationales. La question très délicate du droit d'établissement fera probablement l'objet de négociations intensives, l'enjeu, ici, étant davantage le droit d'accès que le commerce véritable.

Les obstacles au commerce de services financiers

La réglementation

Aux États-Unis, la *Loi Glass-Steagall*, en vertu de laquelle les services bancaires et le courtage des valeurs mobilières privées doivent être fournis par des institutions distinctes, empêche l'établissement et l'exploitation dans ce pays des maisons de courtage canadiennes appartenant à des banques canadiennes. Quelques maisons de courtage canadiennes ont donc été obligées d'abandonner certaines activités dans ce domaine aux États-Unis, par suite de leur fusion avec des banques canadiennes faisant aussi affaire aux États-Unis.

Il existe des obstacles similaires au Japon. Sur les quatre maisons de courtage canadiennes qui faisaient affaire à Tokyo, trois sont maintenant des filiales de grandes banques canadiennes. Pour qu'une de ces maisons de courtage puisse élargir ses activités au Japon, il faudrait qu'elle crée une filiale japonaise dont la participation étrangère ne dépasserait pas 50 %.

L'accès au marché nippon est aussi entravé par le nombre limité de sièges à la bourse de Tokyo. En décembre 1985, 10 nouveaux sièges ont été créés, dont six ont été accordés à des maisons de courtage étrangères et, en mai 1988, 16 nouveaux sièges ont été attribués à des maisons de courtage étrangères. Cela est révélateur du mécanisme de supervision du ministère des Finances, qui préfère modifier les règles existantes plutôt que de procéder à une révision de sa politique globale.

Les entraves à l'entrée directe

L'entrée de nouvelles banques ou maisons de courtage étrangères dans un des pays du Groupe des Sept n'est pas explicitement interdite par la réglementation. Toutefois, ces pays ont pour politique, écrite ou implicite, de limiter le nombre d'actions des grandes institutions financières nationales que peuvent détenir des étrangers. Par exemple, les autorités de la Banque d'Angleterre ont clairement fait savoir qu'elles n'autoriseraient pas des étrangers à acquérir des intérêts majoritaires dans une importante banque britannique. Par ailleurs, en France, la participation étrangère dans des institutions récemment privatisées est limitée à 20 % des actions.

Aux États-Unis, l'accès est quelque peu limité par le fait que les banques obtiennent leur charte des autorités fédérales ou de l'État. Chaque banque, qu'elle soit dotée d'une charte fédérale ou de l'État, doit avoir un État « d'attache ». La plupart des États interdisent aux banques de faire affaire dans plus d'un État, bien qu'il existe des ententes en vertu desquelles les États signataires permettent l'installation de succursales. Certaines ententes contiennent des dispositions où l'établissement des banques étrangères est explicitement exclu.

Avant l'adoption de l'*International Banking Act* en 1978, plusieurs banques étrangères (y compris des banques canadiennes) exploitaient des succursales dans un certain nombre d'États et, de fait, bénéficiaient de privilèges que n'avaient pas les banques américaines. La nouvelle loi a converti les privilèges existants en droits acquis, mais a interdit aux banques étrangères d'étendre leurs activités aux États où elles n'étaient pas déjà établies.

En France, le secteur des valeurs mobilières est toujours interdit aux maisons de courtage étrangères, mais les agents de change français perdront leur monopole à la fin de 1991 et, à compter de 1992, les banques et les autres institutions financières seront autorisées à négocier directement sur le marché boursier. Depuis janvier 1988, en prévision de ce changement, les autorités permettent aux institutions financières et aux entreprises commerciales de s'implanter graduellement sur le marché par l'intermédiaire des maisons de courtage. La prise de contrôle totale des maisons de courtage par ces institutions est prévue pour janvier 1990, mais elle est autorisée depuis septembre 1988.

En principe, les banques étrangères peuvent s'installer en France, mais chaque demande d'établissement est examinée comme un cas particulier. Il arrive que l'autorisation soit liée à l'obtention, pour une banque française, d'une autorisation d'établissement dans le pays d'origine de l'institution faisant la demande.

Bien que le Japon ait récemment ouvert ses marchés financiers et qu'il y ait, en apparence au moins, peu d'entraves à l'entrée au Japon des institutions étrangères, l'accès y est en réalité très limité, notamment à cause de l'application arbitraire de la réglementation par le ministère des Finances.

Les restrictions à la croissance

Une fois établie au Japon, une banque étrangère est autorisée à étendre ses opérations à l'échelle nationale, mais le ministère des Finances restreint le nombre de ses succursales, ce qui a pour effet de limiter l'accès de ce type d'institution au marché bancaire de détail. La Banque du Japon limite l'escompte commercial accordé aux banques étrangères parce qu'elle leur demande de fournir en garantie des effets de commerce de premier ordre. Or, étant donné la nature de leurs opérations, les banques étrangères ont rarement l'occasion d'obtenir ces effets.

Aux États-Unis, certains États limitent le nombre de succursales que peuvent exploiter les banques étrangères. En Illinois, par exemple, celles-ci ne peuvent établir plus de deux succursales, tandis que les banques locales sont autorisées à en avoir cinq.

Les restrictions sur les activités

Les autorités de certains États américains imposent des restrictions aux activités des banques étrangères. Ainsi, en Floride, les banques étrangères peuvent seulement créer des agences, ce qui les empêche de faire affaire sur le marché de détail. Par ailleurs, dans plusieurs États, il est interdit aux banques étrangères d'accepter des dépôts.

En Allemagne de l'Ouest, les filiales de banques étrangères ont droit au même traitement que les institutions nationales, tandis que les succursales de banques étrangères ne peuvent accepter le dépôt de fonds mutuels des sociétés d'investissement du pays ni jouer le rôle de gestionnaires principaux de la syndication et de la vente d'obligations en deutsche marks émises par les emprunteurs étrangers.

La discrimination dans les modes d'exploitation

Aux États-Unis, les exigences touchant le capital sont aussi un obstacle à l'entrée. Au lieu d'avoir à respecter les normes de capitalisation imposées aux banques américaines, les succursales et les agences de banques étrangères doivent déposer dans des institutions particulières des sommes en dollars et des titres de placement suivant les montants précisés par les autorités accordant la licence. Les succursales et les agences détenant une licence du gouvernement fédéral sont assujetties à des exigences uniformes touchant le capital déposé. Par contre, les exigences fixées par les autorités bancaires des États varient d'une compétence à l'autre. Il arrive parfois que les exigences imposées aux institutions étrangères représentent un montant supérieur aux normes de capital applicables aux banques américaines. Dans tous les cas, les exigences ont pour effet de limiter les possibilités d'investissement des banques étrangères.

Les autres obstacles

Il existe des obstacles de nature sociale ou culturelle. Au Japon, d'importantes barrières sociales restreignent l'entrée des institutions étrangères sur plusieurs marchés nationaux. En particulier, les consommateurs japonais et de nombreuses entreprises ont l'habitude de faire affaire avec les institutions japonaises. Avec le temps, celles-ci ont pu fidéliser leur clientèle comme jamais n'ont pu le faire les institutions canadiennes. Pour cette raison, il serait très difficile pour une banque étrangère de s'implanter sur le marché bancaire de détail au Japon. En outre, les Japonais ont de nombreuses coutumes qu'ignorent les étrangers, dont les Canadiens. Il faudrait qu'une institution étrangère déploie des efforts considérables en vue d'acquérir suffisamment de connaissances et d'expérience pour évoluer dans ce milieu.

Le système financier de l'Allemagne de l'Ouest nous fournit peut-être l'un des meilleurs exemples d'entraves économiques (et non plus réglementaires) à l'établissement des institutions étrangères. Ainsi, les banques étrangères peuvent établir des succursales ou des filiales qui leur appartiendront en totalité ou en partie ou qui appartiendront à leurs bureaux de représentation. Même les institutions qui ne sont pas dotées de la charte d'une banque commerciale dans leur pays d'origine peuvent obtenir une licence de services bancaires avec restrictions qui les autorise à participer au marché des valeurs mobilières de l'Allemagne de l'Ouest. Les bureaux de représentation peuvent fournir des conseils en placement et acheminer des affaires vers l'institution mère, mais ils ne sont pas autorisés à effectuer de véritables opérations bancaires.

Les succursales et les filiales de banques étrangères peuvent poursuivre toutes les activités des banques allemandes, une fois qu'elles ont acquis le statut d'institution bancaire. Dans certains cas, toutefois, l'association fédérale des banques allemandes demandera à l'institution mère de fournir des garanties supplémentaires avant que la succursale ou la filiale puisse adhérer à l'assurance-dépôts.

Même si les activités des banques étrangères ne sont pas restreintes par la réglementation, des contraintes économiques font qu'il est moins souhaitable pour les institutions bancaires de s'établir en Allemagne de l'Ouest qu'ailleurs. La surabondance des banques, notamment, réduit les

avantages de la création de nouvelles succursales et rend l'expansion difficile. À l'heure actuelle, il existe en Allemagne de l'Ouest plus de 4 500 banques qui exploitent une succursale pour 1 400 habitants, tandis qu'au Canada, où certains jugent les banques également trop nombreuses en dépit de la superficie du pays, on compte une succursale pour 3 700 habitants.

Seules les quatre plus grandes banques allemandes de l'Ouest, dont une est à propriété dispersée, sont de véritables banques universelles qui offrent tous les genres de services bancaires autorisés dans toutes les régions du pays. En Allemagne, la surabondance des banques est surtout une caractéristique du marché bancaire de détail. Et bien que certaines petites banques participent au marché des capitaux, les quatre grandes banques assurent environ 80 % de la souscription de nouveaux titres émis.

Puisque le marché de détail, surtout celui des dépôts, est occupé par un très grand nombre de petites banques ayant de nombreuses succursales, les banques étrangères ont de la difficulté à s'implanter sur ce marché.

B Les institutions financières et les liens de propriété

Depuis un an et demi, avec l'internationalisation des marchés financiers, les liens de propriété qui existent entre sociétés commerciales et institutions financières et qui pourraient faire que les unes influenceraient les autres ont refait surface dans le débat politique. Les groupes d'institutions et un certain nombre de gouvernements provinciaux ont exercé de plus en plus de pressions pour faire reconnaître l'existence de ces liens. Les tenants d'un certain assouplissement des règles de propriété soutiennent qu'il faut un cadre de réglementation flexible pour permettre aux institutions canadiennes d'être vraiment compétitives dans un système financier planétaire. Ce raisonnement a d'autant plus de poids que certaines institutions canadiennes perdent leur part du marché international. Ceux qui s'opposent à cette idée invoquent l'argument de la solvabilité – qui est aussi un sujet important, surtout si l'on considère la diminution de transparence provoquée par l'internationalisation et l'innovation.

La situation actuelle au Canada

Le cadre institutionnel

Il existe deux types de liens entre sociétés commerciales et institutions financières : les liens « en amont », où une société non financière a des intérêts dans une institution financière; et les liens « en aval », où c'est l'inverse – c'est-à-dire qu'une institution financière a des intérêts dans une société non financière. Au Canada, la situation que l'on retrouve actuellement par rapport à ces deux types de liens varie d'une catégorie d'institutions à l'autre.

Les *banques à charte* canadiennes n'ont de liens avec des sociétés commerciales ni en amont, ni en aval, étant donné qu'un actionnaire ne peut détenir à lui seul plus de 10 % du stock de capital d'une banque de l'Annexe A et que les banques de l'Annexe A sont elles aussi limitées dans les intérêts qu'elles peuvent détenir dans des entreprises commerciales. Toutes les banques de l'Annexe B sauf une sont des filiales à 100 % de banques étrangères. Selon la réglementation canadienne, on considère que les filiales des banques étrangères n'ont pas de liens commerciaux, même si ce genre de lien peut exister entre leur société mère et des entreprises non financières dans leur pays d'origine. La seule banque de l'Annexe B sous contrôle canadien – la Banque Laurentienne – appartient au Groupe La Laurentienne, qui n'a pas, jusqu'ici, beaucoup de liens avec des intérêts commerciaux.

La situation des *sociétés de fiducie* varie davantage. Certaines appartiennent à des groupes financiers qui sont très liés avec des entreprises commerciales. En particulier, trois sociétés qui représentaient à peu près 58 % de l'actif total de l'industrie en 1987 appartiennent à des sociétés non financières ou à des groupes financiers qui ont beaucoup de liens avec des intérêts commerciaux, les autres sociétés de fiducie en ayant peu. Quand ils existent, ces liens se trouvent la plupart du temps en amont, et peu en aval.

La situation dans le secteur de l'*assurance-vie* varie aussi. Ainsi, un certain nombre de compagnies d'assurance appartiennent à des groupes financiers qui entretiennent beaucoup de liens avec des entreprises commerciales. Par contre, beaucoup d'autres, en particulier les mutuelles, appartiennent à un grand nombre d'actionnaires et sont très peu liées à des intérêts commerciaux. Par ailleurs, les liens en aval dans le secteur de l'assurance-vie sont rares au Canada.

Dans le *secteur des valeurs mobilières*, la plupart des entreprises n'ont pas de liens avec des sociétés commerciales, que ce soit en amont ou en aval.

Les institutions financières qui viennent au cinquième rang en importance – les *coopératives de crédit* et les *caisses populaires* –, de par leur nature coopérative, appartiennent à un grand nombre d'actionnaires. On n'y trouve pas de liens avec des intérêts commerciaux mais un certain nombre d'institutions ont quelques liens en aval par l'intermédiaire d'autres membres du groupe qui agissent comme banques d'investissement. Ces liens ne représentent toutefois qu'une très faible proportion de l'investissement total du groupe.

D'autres institutions – comme les sociétés de financement des entreprises, les banques d'investissement et autres – maintiennent avec les intérêts commerciaux des liens qui sont associés dans une large mesure à la nature de leurs activités, mais cela n'entre pas ici dans notre propos.

Le cadre de réglementation

Les banques à charte représentent le seul cas où la législation actuelle interdit explicitement les liens entre sociétés commerciales et institutions financières. La *Loi sur les banques* est restrictive en ce qui concerne la participation des banques dans des sociétés non financières.

Dans le secteur fiduciaire, la législation aussi bien au niveau fédéral que provincial, limite les liens en aval, sans toutefois comporter de restriction explicite sur l'existence des liens en amont. De même, la législation régissant les compagnies d'assurance-vie impose à ces dernières un certain nombre de restrictions sur les liens en aval, les liens en amont étant limités par la nature de l'organisation de la compagnie d'assurance-vie.

Jusqu'à tout récemment, les entreprises extérieures au secteur financier ne pouvaient pas vraiment avoir d'intérêts dans les maisons de courtage. Ces institutions ne pouvaient pas établir des liens avec des intérêts commerciaux en amont, et les liens en aval étaient aussi limités. Ces restrictions sur les liens en amont ont été supprimées récemment dans le cadre de la réforme en cours de la réglementation financière.

Les changements envisagés

Au cours de la réforme de la réglementation amorcée aux niveaux fédéral et provincial, les différents gouvernements et groupes d'institutions ont proposé diverses formules.

Dans son projet rendu public en 1986, le gouvernement fédéral a envisagé resserrer les règles relatives à la propriété des institutions financières constituées en vertu d'une charte fédérale et de limiter la participation des sociétés non financières dans les institutions financières[1].

Les propositions fédérales empêcheraient les intérêts commerciaux d'accroître leur participation de plus de 10 % ou d'acquérir une participation dépassant 10 % dans des institutions financières non bancaires existantes dont le capital est supérieur à 50 millions de dollars. En ce qui concerne les sociétés de fiducie, les sociétés de prêt et les compagnies d'assurance liées à des intérêts commerciaux et dont le capital dépasse 50 millions de dollars, au moins 35 % des actions avec droit de vote devraient être offertes au grand public et appartenir à un grand nombre d'actionnaires d'ici le 31 décembre 1991 ou dans un délai de cinq ans après avoir atteint le seuil de 50 millions de dollars de capital. Ces propositions relatives à la propriété sont actuellement à l'étude.

Toujours dans les années 80, les gouvernements du Québec et de l'Ontario ont pris le parti de lever les restrictions sur l'établissement de liens entre sociétés commerciales et institutions financières en amont. Ce changement de cap s'est reflété dans la législation adoptée par le Québec, en 1982, sur les compagnies d'assurance, dans celle adoptée par l'Ontario, en 1987, sur les sociétés de fiducie et de prêt, ainsi que dans les discours du ministre du Québec responsable des institutions financières. En octobre 1988, le gouvernement de la Colombie-Britannique, dans un nouveau projet de loi sur les institutions financières, a aussi pris position en faveur de l'établissement de liens entre entreprises commerciales et institutions financières : « La Colombie-Britannique ne souscrit pas aux restrictions de propriété entre intérêts financiers et commerciaux, ni aux règles obligeant les institutions financières à appartenir à un grand nombre d'actionnaires, ni encore aux restrictions sur la propriété étrangère ou sur la participation des non-résidents. Ces limites constituent des barrières restrictives à l'entrée dans le secteur financier »[2].

Dans *Concurrence et stabilité*, le Conseil économique recommandait explicitement que les groupes financiers ne possèdent pas de filiales non financières, sauf s'il s'agissait de sociétés fournissant des services auxiliaires. Si la question des liens en amont n'était pas directement couverte par cette recommandation, elle l'était indirectement dans la recommandation du Conseil favorisant une propriété dispersée pour toutes les institutions dont l'actif dépasse 10 milliards de dollars. Selon cette recommandation, les investisseurs avec ou sans liens commerciaux seraient traités de la même façon.

L'expérience étrangère

On sait que dans les pays industrialisés, les liens commerciaux ne sont pas très répandus parmi les principaux concurrents des banques et des maisons de courtage canadiennes. Dans le secteur bancaire, les liens en amont sont très rares. Lorsqu'il existe des liens, on les trouve en aval, la banque ayant des intérêts dans des entreprises non financières.

L'existence ou l'absence de liens entre intérêts commerciaux et financiers s'explique par le cadre de réglementation en vigueur, par l'attitude des instances de réglementation, ainsi que par l'évolution du marché.

Les lois régissant les liens en amont et en aval varient d'un pays à l'autre. Certains – l'Australie, la Belgique, la Suède et les États-Unis entre autres – interdisent aux banques d'avoir des intérêts dans des entreprises commerciales,

donc d'avoir des liens en aval. D'autres, comme la Finlande et la France, imposent des limites strictes, tandis que d'autres encore (par exemple, le Japon) exigent seulement que la propriété soit indiquée à l'organisme de réglementation et, dans certains cas, approuvée par ce dernier. Enfin, certains pays (le Royaume-Uni, par exemple) ne prévoient aucune limite légale.

En ce qui concerne la propriété en amont, certains pays (par exemple, les États-Unis et la Norvège) imposent des limites strictes à de nombreux types d'institutions. D'autres (comme la Belgique et l'Australie) exigent une approbation ou encore ne prévoient aucune restriction (le Royaume-Uni et la Suisse).

Mais même dans les pays où il n'y a pas de limites réglementaires aux liens entre intérêts commerciaux et financiers, en amont ou en aval, les organismes de réglementation peuvent en décourager l'établissement. C'est le cas en Italie et au Royaume-Uni, où les banques centrales s'y opposent farouchement[3]. En outre, dans plusieurs pays, l'obligation de donner un préavis à l'acquisition ou au transfert d'actions d'institutions financières a un effet de dissuasion à cet égard.

Dans bon nombre des pays où ils existent, les liens entre intérêts commerciaux et financiers sont établis de façon plus subtile que par la détention réciproque d'actions. Au Japon, par exemple, ces liens ne reposent pas sur la participation majoritaire, ni sur l'affiliation à une société de portefeuille.

Plusieurs sociétés, pouvant comprendre une banque, peuvent être affiliées sans liens étroits. Elles peuvent par exemple avoir les mêmes directeurs, des relations financières et administratives à long terme ou encore avoir une faible participation dans chacune des autres. Par ces liens, les banques et les entreprises commerciales peuvent influer l'une sur l'autre même si aucune n'a de participation majoritaire dans une autre[4].

En France, un certain nombre de grandes banques appartiennent à 100 % à des sociétés de portefeuille qui sont liées à des intérêts commerciaux. Toutefois, ces sociétés de portefeuille « bancaires » limitent en général leur participation à moins de 50 %. En Allemagne de l'Ouest, les banques ont des intérêts dans des entreprises commerciales. La restriction légale qu'on leur impose, c'est qu'au total, la valeur des titres de participation détenus par une banque dans une entreprise commerciale et dépassant 10 % du capital de l'entreprise et des autres immobilisations de la banque ne peut être supérieure au capital de cette dernière. Étant donné que les banques peuvent évaluer leurs éléments d'actif à leur prix de revient ou à leur valeur marchande, selon le plus bas des deux, et qu'elles peuvent exercer le droit de vote conféré par les actions que leurs clients leur confient, elles peuvent avoir une certaine influence sur les activités d'entreprises non financières.

Bien que les restrictions légales et l'approche des instances de réglementation diffèrent selon les pays, la plupart des grandes institutions financières multinationales qui sont les concurrentes directes des banques et des maisons de courtage canadiennes ont un grand nombre d'actionnaires et n'ont pas de liens avec des entreprises commerciales. Cela est généralement le cas des 40 plus grandes banques du monde, classées selon la taille de leur actif (tableau B-1). Ainsi, la plupart des banques japonaises appartiennent à un grand nombre d'actionnaires[5]. Le Crédit agricole est une société de fonds mutuel. La Société générale compte de nombreux actionnaires[6]. Citicorp, la Chase Manhattan, Bank America, la Deutsche Bank, National Westminster, la Algemene Bank Nederland et la Société de banque suisse sont toutes des institutions à propriété dispersée, tout comme l'Union des banques suisses, dont le plus gros actionnaire détient moins de 2 % des actions. La Banca Nazionale del Lavoro est une institution appartenant à l'État. Dans le secteur des titres, Salomon Brothers et Merrill Lynch sont actives dans de nombreux pays et n'ont pas de liens avec des intérêts commerciaux.

Il convient de noter que dans plusieurs pays – en particulier dans ceux où il existe une certaine forme de restriction sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières – ces restrictions ne s'étendent pas aux institutions autres que les banques. En effet, il y a aux États-Unis beaucoup d'exemples d'institutions financières qui appartiennent à certaines des plus grandes sociétés non financières américaines, telles que Ford, General Motors et Sears Rœbuck.

L'expérience étrangère montre que dans l'ensemble, même si les modèles de réglementation varient selon les pays, la plupart des concurrents étrangers des institutions financières canadiennes n'ont pas de liens avec des intérêts commerciaux.

Les restrictions doivent-elles être supprimées ?

On prétend souvent qu'en éliminant les restrictions sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières, on favoriserait à bien des égards le développement des institutions financières et des marchés, pour les raisons suivantes :

1 On permettrait ainsi aux institutions financières d'obtenir le *capital* dont elles ont grand besoin. En effet, des sociétés non financières pourraient accroître le capital

Tableau B-1

Classement des 40 premières banques du monde en 1987, selon leur actif

En millions de dollars US

		Actif	Pays
1	Dai-Ichi Kangyo Bank	270 782	Japon
2	Sumitomo Bank	250 568	Japon
3	Fuji Bank	244 057	Japon
4	Mitsubishi Bank	227 522	Japon
5	Sanwa Bank	218 197	Japon
6	Industrial Bank of Japan	215 605	Japon
7	Crédit Agricole	214 382	France
8	Citicorp	198 388	États-Unis
9	Norinchukin Bank	186 534	Japon
10	Banque Nationale de Paris	182 675	France
11	Deutsche Bank	168 904	Allemagne de l'Ouest
12	Crédit Lyonnais	168 344	France
13	Mitsubishi Trust & Banking	166 085	Japon
14	Barclays	164 301	Royaume-Uni
15	National Westminster Bank	162 880	Royaume-Uni
16	Tokai Bank	161 762	Japon
17	Sumitomo Trust and Banking	154 435	Japon
18	Mitsui Bank	154 132	Japon
19	Société Générale	144 951	France
20	Long-Term Credit Bank of Japan	138 950	Japon
21	Taiyo Kobe Bank	138 654	Japon
22	Bank of Tokyo	136 556	Japon
23	Mitsui Trust & Banking	130 529	Japon
24	Dresdner Bank	130 463	Allemagne de l'Ouest
25	Yasuda Trust & Banking	128 866	Japon
26	Daiwa Bank	126 269	Japon
27	Union des Banques Suisses	125 521	Suisse
28	Compagnie Financière de Paribas	122 275	France
29	Société de banque suisse	114 390	Suisse
30	Toyo Trust & Banking	109 204	Japon
31	Hong Kong Bank	106 156	Hongkong
32	Commerzbank	101 236	Allemagne de l'Ouest
33	Chase Manhattan Corporation	99 133	États-Unis
34	Westdeutsche Landesbank Girozentrale	96 147	Allemagne de l'Ouest
35	Banca Nazionale del Lavoro	96 072	Italie
36	Bayerische Vereinsbank	94 541	Allemagne de l'Ouest
37	Nippon Credit Bank	92 952	Japon
38	BankAmerica Corporation	90 896	États-Unis
39	Midland Bank	90 679	Royaume-Uni
40	Kyowa Bank	88 350	Japon

SOURCE *The Banker*, juillet 1988.

de base des institutions financières avec lesquelles elles seraient associées.

2 On garantirait la *présence d'un actionnaire important*, ce qui est souvent considéré comme une protection supplémentaire pour les clients des institutions financières et un moyen de s'assurer que la gestion de l'entreprise se fait dans les règles.

3 Le groupe pourrait *diversifier ses sources de revenus*. Moins il y a de corrélation entre les revenus de sources différentes, plus le revenu global du groupe est stable.

4 On pourrait mettre à profit les effets de *synergie* résultant de l'association d'institutions financières et d'entreprises commerciales. Des économies de diversification pourraient devenir possibles grâce à la coproduction de

services financiers et non financiers. Les réseaux de distribution pourraient être renforcés. Par exemple, en s'associant à des grands magasins, les banques augmenteraient le nombre de points de distribution de leurs services. Les effets de synergie et les économies de diversification dépendraient, bien entendu, du degré de complémentarité des activités. Par exemple, les prêts hypothécaires et les placements immobiliers sont des activités très étroitement associées; l'assurance-vie et l'assurance médicale sont des compléments des services médicaux; et les prêts-automobiles viennent compléménter la vente d'automobiles[7].

5 On favoriserait la *concurrence*. Parmi ceux qui se sont penchés sur la question des liens entre sociétés commerciales et institutions financières et de la propriété, beaucoup estiment que les restrictions actuelles entravent fortement l'entrée[8]. Étant donné que le secteur des services financiers est l'un des secteurs où la croissance est la plus rapide dans le monde, en empêchant les institutions financières canadiennes de mobiliser du capital auprès d'organisations commerciales, on risque de les désavantager sérieusement par rapport aux institutions étrangères qui ne sont pas soumises aux mêmes restrictions[9]. Toujours en ce qui concerne la concurrence, tandis que les banques de l'Annexe A sont soumises à des restrictions relatives à la propriété, il faut souligner que les autorités fédérales ne tiennent pas compte du fait que certaines banques étrangères ayant des filiales au Canada sont liées à des intérêts commerciaux dans leur pays. On n'impose à ces filiales aucune restriction particulière sur leur croissance, ni sur leur capacité d'acquérir d'autres institutions financières. Ce genre de traitement différencié de fait s'écarte du principe du traitement national et risque de nuire aux institutions canadiennes. Pour beaucoup, l'autorisation donnée récemment à American Express d'ouvrir une banque de l'Annexe B montre que le système actuel applique deux genres de normes.

Les tenants de l'élimination des restrictions sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières font observer qu'il y a beaucoup de cas de combinaisons en amont entre activités commerciales et financières dans l'histoire des États-Unis et que les propriétaires des banques se sont lancés dans toutes sortes d'activités commerciales, y compris des activités dans lesquelles les banques elles-mêmes n'auraient pas le droit de s'engager. Les restrictions qui existent actuellement sur ce que le propriétaire d'une banque peut faire ou ne peut pas faire sont relativement récentes. Comme on peut le voir dans une étude de la *Federal Reserve Board*, ce n'est qu'en 1956, quand la *Bank Holding Company Act* a été adoptée pour empêcher notamment que des sociétés non bancaires puissent posséder deux banques commerciales ou plus, que le principe de base de la séparation de l'activité bancaire et du commerce a été élaboré. Et depuis 1956, ce principe a été appliqué à quelques propriétaires d'un certain nombre de banques seulement[10].

Les analystes attribuent parfois l'habitude de séparer les activités financières et les activités commerciales en Amérique du Nord à l'héritage du système en vigueur en Grande-Bretagne au XVIII[e] siècle[11]. Parfois aussi ils invoquent – en particulier pour les liens de propriété en aval – la doctrine des « effets réels », qui reliait les éléments d'actif permis des banques à la nature de leurs éléments de passif. Au XVIII[e] et au XIX[e] siècles, le passif des banques était déterminé par la demande, ce qui coïncidait avec une activité de prêt à court terme. On pensait à cette époque qu'en faisant des placements dans les actions de sociétés, les banques prenaient un plus grand risque à cause des échéances différentes de leurs éléments d'actif et de leurs éléments de passif, ce qui pouvait leur poser des problèmes de liquidité si la nature des éléments d'actif ne permettait pas de les vendre rapidement à leur pleine valeur[12]. Mais la nature de l'activité bancaire a beaucoup changé depuis, et certains pensent maintenant qu'une règle aussi stricte a perdu sa raison d'être.

Les restrictions devraient-elles être renforcées ?

Les arguments invoqués par ceux qui s'opposent aux liens entre sociétés commerciales et institutions financières concernent la sécurité des institutions financières, le financement de sociétés associées en difficulté, les abus possibles de situations de conflit d'intérêts, le danger de concentration du pouvoir, le risque que la façon dont les prêts sont répartis ne fausse le bon fonctionnement du marché et le traitement préférentiel accordé à certains emprunteurs.

Les institutions financières – les banques en particulier – jouent un rôle de premier plan dans le maintien d'un système de paiement et l'offre de financement nécessaire pour soutenir l'activité économique. La *stabilité* du système de paiement et des institutions financières est d'une importance capitale. Or, comme les liens entre sociétés commerciales et institutions financières augmentent les risques, ils influent indirectement sur elle. Ces préoccupations sont aggravées par le fait que des filets de sécurité ont été mis en place pour améliorer la stabilité du système et pour protéger l'épargne des particuliers. Beaucoup d'analystes croient en effet que l'élimination des restrictions sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières, en particulier dans le cas des institutions de dépôt, équivaudrait à étendre la protection donnée par ces filets de sécurité aux sociétés non financières associées avec les institutions[13].

Les liens entre sociétés commerciales et institutions financières peuvent mener à des *abus de situations de*

conflit d'intérêts et à des *transactions d'initiés*. Même s'il n'y a pas d'abus réels, les consommateurs de produits financiers pourraient hésiter à faire confiance aux institutions financières qui ont des liens de propriété avec des sociétés non financières[14].

La présence d'un *actionnaire important*, même si elle présente des avantages, peut aussi ouvrir la porte aux abus et à des activités frauduleuses.

Ceux qui s'opposent aux liens entre intérêts commerciaux et institutions financières invoquent aussi les effets négatifs de la *concentration de l'actif* entre les mains d'un petit nombre d'institutions. La concentration des actifs et du marché a généralement diminué au cours des années, mais il importe de préciser que c'est dans une situation où les liens entre sociétés commerciales et institutions financières sont interdits; l'élimination de ces restrictions pourrait accroître la concentration de l'actif et du marché.

Le pour et le contre

Aux arguments précités, les partisans des deux camps ont réagi récemment en faisant valoir plusieurs contre-arguments.

Ceux qui s'opposent aux liens entre sociétés commerciales et institutions financières reconnaissent qu'il est possible que l'association d'institutions financières et d'entreprises commerciales produise des effets de synergie et que des institutions financières pourraient profiter des réseaux de distribution des entreprises commerciales ou des économies de diversification créées par la coproduction de services financiers et non financiers. Mais ils font remarquer que les mêmes avantages peuvent être obtenus par des accords qui ne comportent pas d'échange de capital, ni de liens d'interpropriété.

Par ailleurs, ceux qui se montrent favorables aux liens en question font valoir qu'à moins d'avoir des intérêts directs dans l'entreprise en participation – c'est-à-dire le type d'engagement direct qui vient avec des liens entre sociétés commerciales et institutions financières –, les parties à un tel accord ne se sentiront pas vraiment concernées.

On a prétendu qu'il y avait bien d'autres façons d'améliorer la concurrence dans le système financier qu'en autorisant les liens entre sociétés commerciales et institutions financières. L'une d'elles est d'encourager l'entrée d'institutions étrangères. Par exemple, trois des 12 plus grosses institutions sur le marché des prêts à l'entreprise au Canada sont des filiales de banques étrangères. On peut aussi encourager la présence d'un plus large éventail d'institutions canadiennes sur le marché intérieur. C'est là un des objectifs des projets de loi actuels visant à élargir les pouvoirs d'investissement des différentes catégories d'institutions – en permettant, par exemple, aux sociétés de fiducie et aux compagnies d'assurance de faire des prêts personnels et commerciaux. Dans le même esprit, le développement des créances titrisées encouragerait les institutions à se spécialiser dans les secteurs où elles jouissent d'un avantage comparatif et, en particulier, inciterait les petites sociétés de fiducie à consentir davantage de prêts.

Par ailleurs, ceux qui sont favorables à l'élimination des restrictions sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières reconnaissent les risques que comportent les situations de conflit d'intérêts – notamment la menace que cela peut constituer pour la solvabilité des institutions financières et l'équité de traitement de leurs clients. Toutefois, ils font remarquer qu'on peut résoudre ces problèmes en appliquant des règles strictes aux transactions d'initiés et en améliorant le système de réglementation des sociétés. Ils soutiennent que les activités des institutions financières et celles des sociétés non financières qui y sont associées peuvent être séparées par ce cloisonnement de l'information. De plus, certains tenants des liens entre intérêts commerciaux et financiers soulignent que le financement d'une entreprise commerciale à laquelle elle serait associée par une institution financière serait rigoureusement contrôlé, si ce n'est carrément interdit.

Les partisans de l'autre groupe notent que le contrôle strict des opérations financières entre des institutions financières et des entreprises commerciales associées réduirait sensiblement les effets de synergie entre elles – qui constituent une des raisons les plus importantes de l'établissement de ces liens. Ils doutent aussi de l'efficacité des règles régissant les opérations entre sociétés associées[15].

Ceux qui sont pour les liens entre intérêts commerciaux et financiers reconnaissent volontiers que, si on prend le cas des filets de sécurité et particulièrement de l'assurance-dépôts, ces liens pourraient avoir pour effet d'étendre les filets de sécurité aux sociétés non financières associées aux institutions financières pour lesquelles les filets de sécurité ont été conçus. Pour résoudre ce problème de risque moral, ils proposent de repenser le système des filets de sécurité actuels.

Leurs adversaires, en revanche, font valoir qu'avec l'internationalisation rapide et l'apparition de nouveaux instruments financiers très évolués – deux phénomènes qui diminuent la transparence des systèmes financiers partout dans le monde –, les petits utilisateurs de services financiers

seront probablement encore moins capables d'évaluer la solidité de l'institution financière avec laquelle ils traitent. Dans ce cas, il est clair que les filets de sécurité sont encore nécessaires. Et de façon plus générale, étant donné le risque systémique qui accompagne l'internationalisation et l'innovation, il faut des mécanismes comme l'assurance-dépôts et le prêteur de dernier ressort pour maintenir la stabilité du système financier.

Analyse de la question

Le débat sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières fait ressortir le dilemme auquel font face les dirigeants et les analystes : comment trouver un juste équilibre entre la concurrence et la solvabilité, ces deux éléments étant tout aussi essentiels l'un que l'autre à l'efficacité du système financier ?

Les arguments en faveur des liens entre intérêts commerciaux et financiers reposent sur les avantages que ces liens peuvent comporter pour les institutions financières et leurs propriétaires. Il s'agit toutefois là d'un point de vue purement mercantiliste, puisque ces arguments sont aussi motivés par l'idée d'améliorer la concurrence sur les marchés intérieurs et la compétitivité des institutions financières canadiennes sur les marchés mondiaux.

Les arguments contre les liens entre sociétés commerciales et institutions financières insistent sur les risques systémiques et reposent sur l'importance du maintien de la confiance dans le système financier – c'est-à-dire dans la solvabilité des institutions et dans l'équité du traitement que les producteurs de services financiers accorderont aux consommateurs. Dans une situation où la plupart des avantages – au moins dans le premier cas – reviennent aux institutions, il faut trouver des moyens de faire assumer les coûts à ces institutions, de les discipliner. Mais il reste à trouver un équilibre entre les questions plus vastes des bienfaits de la concurrence et celles de la solvabilité et du traitement équitable.

Dans le passé, les autorités ont privilégié tantôt la concurrence, tantôt la solvabilité, selon les événements du jour. À la suite des faillites répétées d'institutions financières au Canada entre 1980 et 1985, les gouvernements ont mis l'accent sur la solvabilité et les abus de situations de conflit d'intérêts, comme en témoigne le Livre vert publié par le gouvernement fédéral en 1985[16]. Mais avec l'internationalisation et la nécessité de plus en plus évidente de soutenir la concurrence sur les marchés internationaux, et comme les faillites d'institutions canadiennes se sont faites plus rares, l'attention est de nouveau concentrée sur la concurrence.

Il convient de noter que la plupart des faillites d'institutions financières survenues entre 1980 et 1985 n'étaient pas reliées à l'existence de liens entre sociétés commerciales et institutions financières, mais étaient plutôt attribuables à une mauvaise gestion des éléments d'actif et de passif, à une diversification insuffisante, à l'érosion du capital de base et à des pratiques douteuses des gestionnaires. Il y aurait donc lieu de croire qu'une gestion honnête et avisée des institutions financières et de leurs partenaires non financiers empêcherait les problèmes de solvabilité. Mais les pratiques de gestion ne seront pas forcément toujours honnêtes et avisées, et si on peut supposer qu'elles le seront en période de prospérité, il n'est par contre pas à écarter que des gestionnaires et des propriétaires puissent, si leur entreprise devait traverser une période difficile, recourir à des pratiques douteuses pour la sauver de la faillite.

C'est en amont (c'est-à-dire lorsque des intérêts non financiers sont propriétaires d'institutions financières) que se trouvent le plus souvent les avantages des liens entre intérêts commerciaux et financiers. Ces avantages proviennent de l'injection de capital, de la diversification des sources de revenus commerciaux et des effets de synergie. Par contre, les dangers que comportent ces liens – notamment les dangers liés aux abus de situations de conflit d'intérêts, à la perte de confiance du public dans l'équité du système et à la possibilité de faillites – se retrouvent aussi bien en amont qu'en aval.

Quand on analyse les conséquences des liens entre sociétés commerciales et institutions financières, il peut être judicieux de distinguer les institutions de dépôt des institutions qui n'acceptent pas de dépôt. Les répercussions négatives des liens sur la solvabilité et, en particulier, sur la stabilité du système de paiement concernent surtout les institutions de dépôt. Par conséquent, il serait dans une certaine mesure justifié de limiter l'établissement des liens entre sociétés commerciales et institutions financières dans ce secteur, tout en laissant le marché déterminer le cadre dans lequel fonctionneraient les institutions qui n'acceptent pas de dépôt.

En résumé, l'élaboration des politiques sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières doit tenir compte de plusieurs éléments, à savoir :

- il faut réaliser un juste équilibre entre concurrence et solvabilité;

- les avantages que comportent les liens entre sociétés commerciales et institutions financières se trouvent la plupart du temps en amont, tandis que les risques ou les coûts se trouvent aussi bien en amont qu'en aval;

- le risque moral associé à ces liens et aux filets de sécurité sera davantage préoccupant dans le cas des institutions de dépôt, de même que le danger de perturbation du système financier dans son ensemble sera plus grand si l'institution financière à laquelle est liée une société commerciale est une institution de dépôt;

- certaines catégories d'institutions ont actuellement au Canada des liens avec des sociétés commerciales;

- les principaux concurrents des institutions canadiennes sur les marchés internationaux ont peu de liens avec des sociétés commerciales.

En ce qui concerne les *liens en aval*, il y a peu à gagner à permettre aux institutions financières d'investir dans des sociétés commerciales. Par contre, les coûts – en ce qui concerne les abus de situations de conflit d'intérêts, les transactions d'initiés et les cas éventuels d'insolvabilité – sont très nettement associés aux liens en aval.

Par ailleurs, pour beaucoup d'institutions, la possession d'intérêts dans des entreprises commerciales n'est pas un placement prudent, à cause de la nature de leurs éléments de passif. Les investissements dans les actions, par exemple, ne cadrent pas bien avec les dépôts.

En ce qui concerne les *liens en amont*, on peut envisager plusieurs possibilités.

- N'imposer aucune restriction sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières. Cela tendrait à améliorer la compétitivité des institutions financières, mais pourrait mettre en danger la stabilité du système.

- Autoriser les liens entre sociétés commerciales et institutions financières à condition que l'institution n'accorde pas de financement à son partenaire non financier. L'efficacité de cette solution a toutefois été contestée, puisqu'il serait possible de contourner ce règlement par une série d'opérations indirectes. De même, l'interdiction des opérations avec lien de dépendance pourrait réduire l'attrait des liens entre sociétés commerciales et institutions financières.

- Interdire seulement aux institutions de dépôt d'établir des liens avec des intérêts commerciaux – ou imposer des limites strictes sur leur latitude à cet égard – en raison de leur importance dans le maintien d'un système de paiement. Aucune restriction ne s'appliquerait aux autres institutions. Par exemple, la participation totale des actionnaires des institutions de dépôt au capital d'entreprises commerciales pourrait être limitée à 10 % par personne et à 25 % pour l'ensemble des actionnaires. Autre possibilité, on pourrait assujettir seulement les institutions de dépôt au seuil de 10 milliards de dollars.

- Interdire carrément ces liens. Cela aurait un effet négatif sur la compétitivité des institutions financières, en particulier sur les marchés mondiaux, mais augmenterait leur stabilité.

Toutes ces propositions comportent des avantages et des inconvénients. Selon qu'on cherche à promouvoir la compétition ou à protéger la stabilité du système financier, on sera amené à en privilégier une ou une autre.

C La mondialisation, l'innovation et le krach boursier d'octobre 1987

L'effondrement boursier de 1987 nous a donné un exemple de la façon dont des chocs peuvent se répercuter rapidement dans le monde entier par le truchement des marchés financiers. Néanmoins, une analyse du krach révèle que celui-ci n'est pas attribuable à l'internationalisation. Ce qui est plus controversé, par contre, c'est l'impact des innovations financières – des opérations programmées, en particulier – sur la stabilité de plusieurs marchés financiers.

La mondialisation et le krach

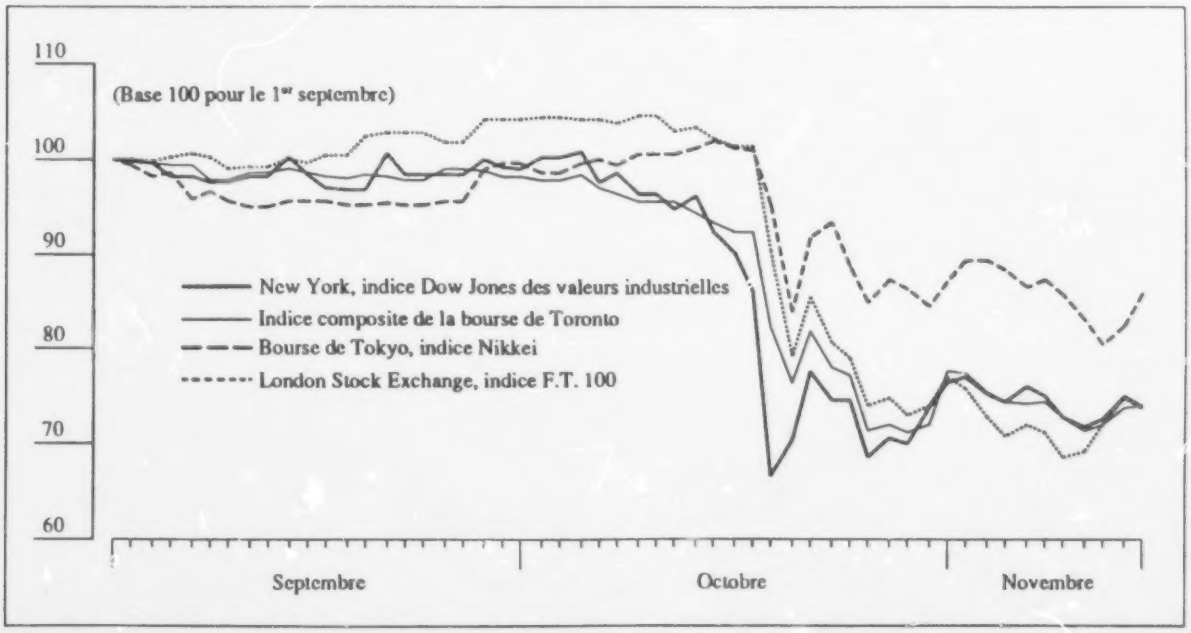
Durant l'automne de 1987, les indices des principales bourses du monde ont affiché une évolution relativement parallèle (graphique C-1). En octobre notamment, entre le 16 et le 26 du mois, les bourses de New York, de Toronto, de Francfort, de Londres, de Sydney, de Singapour et de Tokyo ont enregistré ensemble un essor et un recul.

Ce phénomène n'est pas étonnant puisque certaines causes de l'effondrement des marchés boursiers se retrouvaient dans plusieurs pays. Les ratios coûts-bénéfices ont atteint un sommet sans précédent non seulement à New York, mais aussi à Toronto, à Londres et à Tokyo; le rendement des actions était nettement inférieur à celui des obligations dans plusieurs pays. Aux États-Unis, l'indice Standard and Poor's 500 correspondait à 23 fois le bénéfice par action, comparativement à une moyenne de 14 durant l'après-guerre[1]. Au Royaume-Uni, l'indice boursier du *Financial Times* a atteint son plus haut niveau de 19,2 fois les bénéfices, avec un rendement de 2,7 %.

Par ailleurs, les taux d'intérêt augmentaient en Amérique du Nord, mais aussi en Europe et en Asie, cette croissance étant attribuable en partie à l'interaction des marchés découlant de la mondialisation. Aux États-Unis, le taux des obligations à long terme a augmenté de près de 200 points de

Graphique C-1

Certains indices boursiers, 1er septembre au 13 novembre 1987



SOURCE D'après des données du *Financial Times* et du *Globe and Mail*.

base entre le mois d'août et la mi-octobre, atteignant 10,3 %. En Allemagne de l'Ouest et au Royaume-Uni, les taux d'intérêt étaient également en hausse.

La capacité des États-Unis de continuer à financer leur déficit budgétaire et leur déficit au compte courant devenait de plus en plus préoccupante. Une part croissante de la dette des États-Unis avait été acquise par des non-résidents. On craignait que le dollar ne se détériore trop rapidement et que, par conséquent, les étrangers soient moins intéressés à acheter la dette des États-Unis. Une baisse de la valeur du dollar aurait probablement amélioré la balance commerciale des États-Unis, mais elle aurait aussi provoqué une hausse des taux d'intérêt qui aurait exercé des pressions à la baisse sur les cours des actions.

Les investisseurs se préoccupaient aussi des changements sur le plan politique et économique. Aux États-Unis, Alan Greenspan a succédé à Paul Volcker à la direction de la *Federal Reserve Board*; au Japon, le premier ministre Nakasone était remplacé par Noboru Takashita.

De plus, deux événements marquants se sont produits coup sur coup le 14 octobre. En Allemagne de l'Ouest, le gouvernement a majoré les taux d'intérêt et, aux États-Unis, les données publiées sur le commerce pour le mois d'août ont révélé un déficit de 15,68 milliards de dollars, ce qui était beaucoup plus élevé que ce à quoi s'attendaient les intervenants du marché. Ensuite, le 18 octobre, les États-Unis ont bombardé des plates-formes de forage iraniennes dans le golfe Persique.

Pendant les sept jours commençant le 16 octobre, contrairement aux fluctuations des cours avant et après le krach, la bourse de New York a entraîné les autres places boursières du monde. Avant le krach, les marchés boursiers n'atteignaient pas leur sommet à la même date ni n'enregistraient un creux simultanément, comme le montre le tableau suivant.

	Sommet	Creux
Tokyo	le 15 juin	le 11 novembre
Londres	le 16 juillet	le 9 novembre
Toronto	le 12 août	le 28 octobre
Francfort	le 17 août	le 10 novembre
New York	le 25 août	le 20 octobre
Singapour	le 26 août	le 7 décembre
Sydney	le 22 septembre	le 11 novembre
Hongkong	le 1er octobre	le 7 décembre

En outre, les chutes n'avaient pas la même importance. Le 26 octobre, l'indice de la bourse de Hongkong, qui avait été inactive durant quatre jours, était tombé de moitié, tandis que la chute était de 37,5 % à Sydney, de 32,2 % à Singapour, de 28,1 % à Londres, de 20 % à Toronto, de 18 % à New York, de 17 % à Francfort et de 15,6 % à Tokyo. En mars 1988, le recul enregistré à la bourse de Tokyo était effacé, mais les autres grandes places boursières n'avaient pas regagné le terrain perdu[2].

Bien que certains non-résidents aient vendu des actions à la bourse de New York entre le 16 et le 20 octobre, ils n'étaient pas les principaux responsables du déclin du marché et ne semblent pas non plus avoir accentué l'ampleur de l'effondrement. Même si les marchés boursiers ont suivi une évolution parallèle durant un certain temps, ce n'est pas la mondialisation qui a provoqué la crise sur les différentes bourses du monde et ce n'est pas elle non plus qui a été à l'origine des pertes enregistrées par les institutions et les investisseurs.

D'ailleurs, il n'y avait qu'une faible corrélation entre les mouvements des cours sur les marchés boursiers de l'Allemagne de l'Ouest, du Japon, du Royaume-Uni, du Canada et des États-Unis, entre 1973 et 1987, et aucun raffermissement de cette corrélation n'a été observé durant la période (tableau C-1). Le seul rapport qui ait existé et qui existe toujours est celui entre les mouvements des prix des actions aux États-Unis et au Canada.

Ces résultats ne sont pas étonnants puisque les variations des cours des actions devraient être déterminées non seulement par la circulation des capitaux d'un centre à un autre à la recherche du taux de rendement le plus élevé, mais aussi par des facteurs plus fondamentaux, comme la croissance réelle de l'économie et la performance des entreprises individuelles. Étant donné que la mondialisation des marchés financiers n'entraîne pas la convergence de ces deux derniers facteurs, il ne faut pas s'attendre à des évolutions parallèles des marchés boursiers, sauf dans des conditions très particulières, comme celles qui ont été réunies en octobre 1987.

L'innovation financière et le krach

On s'entend en général sur les facteurs fondamentaux qui ont provoqué l'effondrement des marchés boursiers et sur le rôle plutôt minime de la mondialisation, mais les avis sont plus partagés sur la mesure dans laquelle les nouveaux instruments et les nouvelles techniques ont pu accentuer le krach. Cette divergence d'opinions ressort clairement des six rapports d'enquête sur le krach publiés aux États-Unis[3].

Tableau C-1

Évolution des corrélations entre les variations des cours des actions, 1973-1987

	Corrélations[1] entre les variations des cours aux États-Unis :			
	En Allemagne de l'Ouest	Au Japon	Au Royaume-Uni	Au Canada
1973	0,35	0,54	0,60	0,84
1974	0,24	–0,14	0,48	0,76
1975	0,32	0,74	0,55	0,65
1976	0,43	0,64	0,59	0,59
1977	–0,19	0,20	–0,21	0,74
1978	–0,03	–0,19	0,68	0,74
1979	0,60	0,47	0,32	0,70
1980	0,75	0,26	0,62	0,76
1981	0,51	0,23	0,44	0,57
1982	–0,14	0,60	0,24	0,76
1983	0,28	–0,08	0,88	0,61
1984	0,64	0,65	0,78	0,83
1985	0,17	0,11	0,36	0,82
1986	0,45	0,14	0,78	0,67
1987	0,62	0,67	0,86	0,95

1 Corrélations annuelles des variations mensuelles.
SOURCE États-Unis, Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report*, Washington (D.C.), janvier 1988.

Ainsi, les auteurs du rapport du groupe de travail présidentiel et de celui de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) soutiennent que l'interaction du marché à terme normalisé et du marché au comptant (ou des actions) a accéléré et intensifié la chute des cours des actions. Par contre, d'après le rapport du *Chicago Board of Trade* (CBOT), de la *Chicago Mercantile Exchange* (CME) et de la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC), la crise est plutôt attribuable à l'absence d'un rapport entre le marché au comptant et le marché à terme normalisé.

D'après les deux premiers rapports, les marchés reflétaient un état d'esprit négatif créé par la « menace » de ventes prévues de couverture de portefeuille. Bien que les actions aient été généralement surévaluées en octobre, les ventes par les institutions ont été le principal facteur déterminant de la baisse initiale de l'indice Dow Jones des valeurs industrielles et de l'indice Standard and Poor's 500. Durant trois jours d'activité critiques en octobre – le 16, le 19 et le 20 –, les proportions des opérations sur le marché à terme normalisé qui découlaient directement des ventes de couverture de portefeuille étaient de 6,3 %, de 16,7 % et de 25,5 %, respectivement. Durant certaines périodes critiques d'activité sur les marchés, l'arbitrage sur indices ou la couverture de portefeuille, ou les deux, ont été à l'origine de 30 à 68 % du volume total des opérations à la bourse de New York portant sur les actions qui composent l'indice Standard and Poor's 500.

Le 19 octobre, la combinaison des ventes de couverture de portefeuille et d'arbitrage sur indices représentait plus de 60 % du volume des actions négociées à divers moments de l'après-midi. Les nouveaux mécanismes de négociation ont donc engendré un volume d'opérations et une volatilité sans précédents qui menaçaient, par moments, de submerger les marchés. Les 19 et 20 octobre, le volume des ventes de couverture de portefeuille était à ce point imposant et supérieur aux liquidités considérables qu'offraient d'ordinaire le marché à terme normalisé et le marché au comptant, que les mécanismes qui suffisaient habituellement dans la plupart des conditions de négociation ont fait massivement défaut.

Par ailleurs, on estime que la défaillance des systèmes d'information et des systèmes informatiques a été la principale cause du déclin rapide les 19 et 20 octobre; d'après les rapports de la CME, de la CBOT et de la CFTC, c'est aussi à cause de cette défaillance qu'on a cru que les marchés à terme normalisés donnaient le ton aux marchés au comptant. Les auteurs du rapport de la CME ont signalé que, lorsque les actions ne sont pas négociées sur le marché au comptant – comme ce fut le cas le 14 octobre –, c'est le cours à la clôture du jour précédent qui sert à l'établissement de l'indice. Cela explique l'important écart entre les cours sur les marchés à terme normalisés, qui reflétaient correctement l'offre et la demande du moment, et les cours sur les marchés au comptant, qui reposaient en partie sur de vieux prix. Le 19 octobre, la différence entre le cours à

terme et le cours au comptant a atteint 19 points durant la matinée, pour grimper à 37 points le matin suivant. Lorsque l'indice est recalculé, pour tenir compte de l'absence de négociation de nombreuses actions, la différence est plus faible et parfois nulle.

Selon le rapport de la CME, c'est le marché à terme normalisé qui a, en définitive, absorbé les pressions. S'il n'avait pas existé, de nombreuses opérations de vente exécutées sur ce marché auraient été effectuées sur le marché au comptant, ce qui aurait accentué les pressions à la baisse sur les cours des actions.

Par ailleurs, l'arbitrage sur indices n'a pas joué un rôle déterminant puisque la bourse de New York a interdit aux maisons de courtage d'utiliser le système informatisé DOT pour exécuter les programmes à compter du début de l'après-midi du 19 octobre. Les ventes de couverture de portefeuille ont représenté une bonne part du volume global des opérations, mais il y avait aussi de nombreux autres facteurs en jeu.

Selon une enquête effectuée par la CFTC et la SEC auprès de 16 maisons de courtage, le volume des opérations d'arbitrage sur indices a été important entre le 14 et le 19 octobre, mais il a été très faible par la suite à cause des restrictions imposées à l'utilisation du système DOT et du manque d'information sur les cours réels des actions. Les ventes de couverture de portefeuille ont augmenté beaucoup les 16, 19 et 20 octobre, mais les opérations de couverture, notamment par les investisseurs institutionnels, n'étaient pas homogènes. Les gestionnaires de portefeuille, en effet, ont eu des réactions variées; l'un d'entre eux a vendu le plus grand nombre possible de contrats à terme normalisés tandis qu'un autre a mis fin à son programme de couverture de portefeuille. De nombreux gestionnaires étaient déjà à couvert et n'ont pas vendu d'autres contrats à terme normalisés à cause des importants escomptes. Un autre a acheté des contrats à terme normalisés en prévision d'achats d'actions, à cause de la baisse prévue sur le marché boursier. Les auteurs du rapport de la CBOT signalent en outre que l'intégrité financière des marchés a été maintenue durant la période, même si nombre inégalé d'intervenants ont eu recours aux marchés à terme normalisés en période de volatilité. Tous les appels de marge ont été respectés. Les marchés à terme normalisés ont été durement mis à l'épreuve durant le krach, mais le système a bien fonctionné.

Notes

Chapitre 1

1 Pour les besoins de l'analyse, on calcule les déséquilibres commerciaux en faisant le total des valeurs absolues des déficits et des excédents enregistrés par des pays en cause.

2 On entend ici par « pays industrialisés » ceux qui figurent dans les statistiques internationales du Fonds monétaire international; outre les pays du Groupe des Sept, ils comprennent l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, l'Irlande, le Luxembourg, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse.

3 À la suite du « Big Bang », les courtiers ont pu commencer à fixer eux-mêmes les commissions perçues, les maisons de courtage ont pu vendre et acheter des titres au nom de leurs clients et pour leur propre compte, et l'accès au marché des obligations de l'État a été élargi. Plus particulièrement, des participants de l'extérieur ont pu se lancer dans l'industrie des valeurs mobilières, car les banques et les autres institutions financières ont été autorisées à acquérir une participation importante dans les maisons de courtage. Par la même occasion, la séparation entre les activités intérieures et les activités étrangères a été supprimée.

4 La loi britannique de 1986 intitulée *Financial Services Act* réglemente le secteur des investissements. Elle étend le contrôle direct aux contrats à terme normalisés financiers (et de denrées), aux options, ainsi qu'aux titres internationaux achetés et vendus au Royaume-Uni. Cette même loi a établi la *Securities and Investment Board*, organisme du secteur privé auquel a été confié le contrôle du commerce des valeurs mobilières. La loi confie aussi expressément à la Banque d'Angleterre la responsabilité de la livre sterling, des marchés monétaires de gros en devises étrangères et du marché des fonds d'État.

Chapitre 2

1 La Banque de Montréal a ouvert ses portes en 1817 et elle était représentée à Londres et à New York un an plus tard. Les sociétés de prêts hypothécaires ont fait leur apparition au milieu du XIX[e] siècle avec la constitution en société, en 1843, de la *Trust and Loan Company of Upper Canada*, qui a été établie pour effectuer des prêts nantis par des biens immobiliers. Les compagnies d'assurance-vie sont apparues à peu près en même temps : on a vu s'établir d'abord des bureaux de compagnies britanniques et, en 1847, la *Canada Life Assurance Company* était créée. La *Toronto General Trust Company*, première société de fiducie à agir comme trust doté de pouvoirs fiduciaires, a été constituée en 1872 par l'assemblée législative de l'Ontario. Dans l'industrie des valeurs mobilières, les banques étaient d'importants preneurs fermes et négociants d'obligations et d'actions. Les ancêtres des maisons de courtage canadiennes d'aujourd'hui ont fait leur apparition au tournant du siècle seulement. A. E. Ames a été créée en 1889 et Wood, Gundy, en 1905.

2 On trouvera une description plus détaillée du système financier dans Conseil économique du Canada, *L'encadrement du système financier*, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1987, chapitre 1 et appendice B.

3 Pour une étude plus détaillée sur ce sujet, voir A. Ryba, « The role and efficiency of the financial sector: From theory to reality ». Communication présentée au Congrès annuel de l'Association canadienne d'économique, à Winnipeg, le 29 mai 1986.

4 Peu avant la publication du présent rapport, les Annexes A et B de la *Loi sur les banques* ont été réintitulées Annexes 1 et 2.

5 Avant 1987, la limite était de 97 000 $. Il existe présentement des marchés exonérés au Manitoba, en Alberta et en Colombie-Britannique.

6 Il est souvent moins coûteux, pour une entreprise qui veut se diversifier, de procéder par voie d'acquisition plutôt que de créer de nouvelles structures. Une société établie peut déjà compter sur un réseau de distribution, des compétences internes, ses propres systèmes informatiques, et ainsi de suite. Elle a aussi établi sa clientèle et jouit d'une certaine réputation. Les économies de complémentarité que permet la diversification favorisent en outre la fusion d'opérations différentes. L'intégration d'une nouvelle acquisition à la compagnie qui s'en porte acquéreur peut entraîner des coûts importants, particulièrement si les gammes de produits des deux entreprises sont très peu apparentées. La fusion des activités des banques et des maisons de courtage en est un bon exemple, les deux types d'institutions étant différentes par leur mode de fonctionnement, par la clientèle qu'elles desservent et par leur culture d'entreprise. La structure du groupe financier permet d'abaisser ces coûts et de garder le contrôle sur tous les secteurs d'activité tout en favorisant la coopération entre les éléments constituants du groupe. Elle est parfois la seule possible lorsque la réglementation interdit certains secteurs d'activité à une entreprise. Par le passé, les sociétés de fiducie ne pouvaient, par exemple, se livrer directement au commerce des valeurs mobilières, et c'est là que le recours au groupe financier s'est révélé utile.

7 Les institutions financières pourraient aussi être considérées comme des consommateurs de services financiers. Elles déposent des fonds les unes chez les autres, empruntent les unes des autres et mobilisent des capitaux directement sur les marchés financiers intérieurs et internationaux. Ces transactions entre institutions font cependant partie du processus d'intermédiation, dont elles ne constituent en fait que des étapes.

8 Voir Conseil économique du Canada, *L'encadrement du système financier*, chapitre 6, et *Intervention et efficacité – Une étude des prêts et cautions de l'État au secteur privé*, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1985.

9 Voir Conseil économique du Canada, *L'encadrement du système financier*, chapitre 3.

10 Andrée Mayrand, « La concentration dans le secteur financier canadien – une mise à jour », document de travail préparé pour le Conseil économique du Canada, 1989.

11 Les coopératives de crédit locales et les caisses populaires ainsi que leurs fédérations régionales et provinciales sont réglementées par les autorités provinciales. La Société canadienne de crédit coopératif Limitée (SCCC) relève de la compétence fédérale.

12 Dans *Concurrence et stabilité*, le Conseil recommande la réglementation de la fonction, qui permettrait aux organismes de réglementation de contrôler efficacement le système financier tout en laissant la diversification se poursuivre par l'intermédiaire de sociétés de portefeuille plutôt que par celui de filiales ou que par un élargissement des pouvoirs. Le Conseil a en outre recommandé que chaque fonction financière, et en particulier la fonction bancaire, soit définie de façon à maintenir la séparation entre les principales fonctions.

13 Canada, ministère des Finances, *Le secteur financier : nouvelles directions*, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1986.

14 Les fonds de pension qui investissent dans des valeurs étrangères plus de 10 % de la valeur comptable de leur actif doivent payer une pénalité.

Chapitre 3

1 Joseph R. Schumpeter, *Business Cycles: A Theoretical Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, vol. 1, New York, McGraw-Hill, 1939.

2 Voir Banque des règlements internationaux, *Recent Innovations in International Banking*, Bâle, BRI, avril 1986. Le comité qui est l'auteur du rapport était présidé par Sam Y. Cross, membre de la haute direction de la *Federal Reserve Bank* de New York.

3 Voir F. Black et M. Scholes, « The pricing of options and corporate liabilities », dans *Journal of Political Economy*, vol. 81, mai-juin 1973, p. 637-654.

4 Cela se produit parce que, dès que des nouveaux instruments financiers ont été utilisés, les concurrents des innovateurs peuvent obtenir des renseignements qui les aideront à reproduire ces instruments. Il est impossible d'obtenir des droits d'auteur sur un instrument ou procédé financier. Cette situation donne ainsi lieu soit à une offre sous-optimale de nouveaux instruments, parce que l'innovateur ne peut s'approprier une part suffisante des bénéfices pour couvrir le coût de mise au point de l'instrument, soit à une création pléthorique de nouveaux produits, chacun voulant conserver son avance sur ses concurrents.

5 Il existe d'autres classifications des nouveaux instruments ou procédés, par exemple, celle proposée dans le *Cross Report*, qui repose sur une fonction plus spécifique de l'instrument. Les innovations permettant de transférer les risques associés aux prix aident les investisseurs et les emprunteurs à gérer les risques découlant de la volatilité des taux d'intérêt ou des taux de change. Les instruments de transfert des risques de crédit permettent un nouveau partage des risques de défaut de paiement. Les instruments de conversion en liquidités visent à accroître la liquidité des marchés, à exploiter de nouvelles sources de capitaux et à libérer les emprunteurs et les investisseurs des contraintes imposées par le capital de base fixé pour les grandes institutions. Les instruments producteurs de crédit contribuent à augmenter les sources de capitaux des emprunteurs. Les instruments créateurs d'avoir ont pour objet d'augmenter le capital de base des institutions du secteur financier et d'autres secteurs.

6 Plusieurs sociétés canadiennes se sont plaintes du retour des titres sur le marché intérieur; une société a ainsi vu revenir sur le marché national environ 40 % des titres qu'elle avait émis sur le marché européen, tandis que 55 % des actions émises au Japon par une autre société se sont retrouvées dans le pays d'origine de celle-ci.

7 Voir, par exemple, Gordon H. Sellon Sr. et Deana VanNahmen, « The securitization of housing finance », Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, juillet-août 1988.

8 La mise en marché a été un peu plus rapide qu'aux États-Unis. Ces titres représentaient 0,3 % des prêts hypothécaires résidentiels détenus par des institutions au Canada, comparativement à 0,2 % en 1970 aux États-Unis.

9 Sean Becketti et Charles S. Morris, « Loan sales: Another step in the evolution of the short-term credit market », Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, novembre 1987.

10 La *Chicago Board of Trade* travaillait depuis 1972 à la conception de cet instrument, dont la version finale a été présentée en 1975 à la *Commodity Futures Trading Commission*, qui venait juste d'être créée.

11 Selon l'enquête du Conseil, les contrats à terme sont jugés utiles pour les raisons suivantes :

- ils sont certains (74 % des répondants);
- ils sont faciles à comprendre et à suivre (71 %);
- ils sont bon marché par rapport aux autres instruments (59 %); et
- ils sont faciles à obtenir (60 %).

Les options et les contrats à terme normalisés ne sont généralement pas utilisés pour les raisons suivantes :

- ils ne sont pas adaptés aux besoins (47 % des répondants);
- ils coûtent trop cher (options : 33 %; contrats à terme normalisés : 19 %);
- ils sont trop spéculatifs (options : 21 %; contrats à terme normalisés : 25 %); et
- l'entreprise ne dispose pas de la compétence voulue pour les utiliser (30 %).

12 Par exemple, une institution a effectué une émission innovatrice liée au taux de change entre le yen et le dollar américain. De son côté, la Société pour l'expansion des exportations a émis, au printemps de 1987, un « reversed-PERLS » (reversed-principal exchange-rate-linked security) à 13 1/8 %, dont le remboursement est tributaire du taux de change entre le yen et le dollar canadien. Il s'agit d'un billet de trois ans, d'une valeur nominale totale de 60 millions de dollars canadiens, dont le principal et les intérêts doivent être versés en dollars canadiens. Le principal est subdivisé en tranches de 1 000 $ qui doivent chacune être remboursée, en dollars canadiens, suivant un montant égal à 2 000 $ moins la valeur en dollars canadiens de 108 000 yens au taux de change du jour. Si le taux de change est de un dollar canadien pour 108 yens, le montant total du billet doit être remboursé. Si le dollar canadien vaut moins de 108 yens mais plus de 54, le montant à verser est inférieur à la valeur nominale totale du billet. Si le dollar canadien vaut 54 yens ou moins, aucun montant n'est versé et, si le dollar canadien représente plus de 108 yens, il faut verser plus que la valeur nominale du billet.

13 Il existe deux approches au Canada dans ce domaine : 1) la législation régissant certaines institutions financières (les banques, par exemple) leur permet de participer à tous les marchés et d'utiliser tous les instruments à l'exception de ceux qui sont expressément prohibés; 2) dans le cas des caisses de retraite, des compagnies d'assurances et des sociétés de fiducie, la législation précise les activités qu'elles peuvent avoir et les instruments qu'elles peuvent détenir; toutes les autres activités et tous les autres instruments sont prohibés. Comme la plupart des nouveaux instruments ont été développés après l'adoption de ces lois, ils ne sont pas inclus dans ce qu'on appelle la « liste légale ». Les nouvelles lois à l'étude permettront à ces institutions d'utiliser les nouveaux instruments, dans la mesure où cela respectera le principe de « gestion prudente » du portefeuille.

14 Dennis W. Carlton, « Futures markets: Their purpose, their history, their growth, their successes and failures », Working Paper Series no. 78, Center for the Study of Futures Markets, Columbia University Business School, New York, avril 1984, p. 50. D'après l'auteur, 16 % des contrats « meurent » la première année, et plus de 40 %, avant la fin de la sixième année. Environ 50 à 60 % des contrats n'atteignent pas le cap des 10 ans.

15 Myrron L. Kwast, « An overview of financial futures and options in the U.S. economy », une étude du Federal Reserve System, Washington (D.C.), décembre 1986.

16 Il ne faut pas confondre variabilité accrue – c'est-à-dire accroissement des fluctuations de prix quotidiennes – et plus forte correction des prix. Il faut, par exemple, faire la différence entre une chute marquée des cours et un accroissement des fluctuations quotidiennes.

17 Des études sur les contrats à terme normalisés passés par la Government National Mortgage Association (GNMA) – les premiers contrats à terme normalisés financiers à avoir été négociés – « confirment en général que le marché à terme normalisé sur les titres de la GNMA n'a pas influé sur la volatilité des prix sur le marché au comptant, et qu'il l'aurait peut-être atténuée ». Des études empiriques sur le marché des options, fondées sur l'analyse de données quotidiennes et hebdomadaires, « semblent indiquer que l'apparition des options cotées en bourse n'a pas rendu les prix sur le marché au comptant plus volatils ». Voir Kwast, « Overview of financial futures and options », p. 21 et p. 23-24. De même, Edwards n'a rien trouvé qui indique que la volatilité aurait augmenté ces dernières années; en fait, les prix ont été moins volatils entre 1982 et 1986 qu'entre 1979 et 1982. Il a aussi constaté que la volatilité n'avait pas augmenté au cours des périodes qui ont suivi l'apparition des contrats à terme normalisés, même si les prix à terme sont beaucoup plus volatils que les prix au comptant. (Voir F. Edwards, « Financial futures and cash market volatility », Working Paper Series no. 159, Columbia University Business School, New York, juin 1987.)

18 Il peut se présenter des occasions de swap, par exemple, parce que des impôts sont retenus à la source sur les paiements d'intérêts aux non-résidents.

19 Maxwell Watson, Donald Mathieson, Russell Kincaid et collab., *International Capital Markets: Development and Prospects*, Washington (D.C.), Fonds monétaire international, janvier 1988.

20 Stephen D. Felgran, « Interest rate swaps, counterparty risk and prices », *New England Economic Review*, novembre-décembre 1987.

21 Nicholas de B. Katzenbach, « An overview of program trading and its impact on current market practices », étude commandée par la bourse de New York, le 21 décembre 1987.

22 États-Unis, Securities and Exchange Commission (SEC), *The October 1987 Market Break*, rapport de la division de la réglementation des marchés, Washington (D.C.), SEC, février 1988.

23 L'échec de la couverture de portefeuille lors de l'effondrement des cours ce mois-là a décidé de nombreux gestionnaires de portefeuille à abandonner cette technique.

24 Par exemple, en vertu de la nouvelle réglementation, le système informatisé ne pouvait être utilisé pour l'arbitrage sur indices boursiers si les cours sur le marché au comptant tombaient de plus de 50 points.

Chapitre 4

1 On fait habituellement une distinction entre les marchés « étrangers » et les marchés « internationaux ». Le terme « étranger » a trait à l'utilisation, par les ressortissants d'un pays, du marché financier intérieur d'un autre pays; par exemple, une émission d'obligations étrangère est une émission placée en totalité sur le marché intérieur d'un pays par un émetteur d'un autre pays. Le terme « international » indique l'utilisation simultanée de plus d'un marché financier intérieur ou de marchés purement internationaux, comme les euro-marchés; autrement dit, une obligation placée simultanément sur les marchés financiers de deux pays ou plus est une obligation internationale.

2 On peut distinguer deux catégories d'emprunteurs dans notre enquête. La première, celle qui avait plus facilement accès aux marchés internationaux, comprend les gouvernements, les sociétés d'État, les grandes sociétés industrielles ou financières et les municipalités. La seconde se compose principalement des petites et moyennes entreprises, ce qu'on appelle le marché « intermédiaire ». Environ 40 % des sociétés qui ont répondu à l'enquête avaient emprunté à l'étranger au cours des cinq dernières années. Les grandes sociétés représentaient la plus grande partie de ces emprunts. Voir A. Nigam, « Canadian corporations and governments, financial innovation and international financial markets: A survey », document préparé pour le Conseil économique du Canada, 1989.

3 Les sociétés ne jugent pas toutes nécessaire d'aller sur les marchés étrangers ou internationaux pour obtenir des capitaux. Parmi les sociétés ayant participé à l'étude du Conseil qui n'avaient pas emprunté à l'étranger, la très grande majorité (85 %) ont expliqué qu'elles avaient pu se procurer les fonds nécessaires à leurs besoins sur le marché intérieur et qu'en conséquence, elles n'avaient pas eu à recourir à des sources internationales. Par ailleurs, bien que le gouvernement fédéral ait utilisé les marchés canadiens durant les 15 dernières années, les principales sociétés d'État et certains gouvernements provinciaux ont eu tendance à concentrer leurs emprunts sur les marchés étrangers et internationaux pour éviter de surcharger les marchés financiers du Canada. La diversification du bassin des emprunteurs, qui facilite la mobilisation de capitaux, était l'une des raisons pour lesquelles 50 % des répondants à l'enquête ont emprunté sur les marchés étrangers et internationaux. La facilité d'emprunt et la capacité d'attirer les investisseurs étaient également des raisons avancées par 37 et 30 % des répondants, respectivement.

De plus, 43 % des répondants ont mentionné la présence d'une filiale, de la société mère ou d'une société affiliée dans le pays d'emprunt comme un des facteurs. La publicité pour le nom de la société a été invoquée par plus de 30 % des répondants.

4 L'intégration croissante des marchés financiers peut atténuer ces avantages en faisant converger certains taux de rendement. Cette convergence, si elle est possible au niveau international, entre les rendements de base du marché monétaire (la dette à court terme) et la dette à long terme des gouvernements, est moins susceptible de se produire entre les rendements de la dette à long terme des sociétés et ceux de leur avoir propre. En dépit d'une certaine convergence des taux d'intérêt de base au niveau international, les rendements de la dette et de l'avoir propre d'entreprises étrangères peuvent, dans des conditions locales précises, s'éloigner sensiblement de ceux des entreprises du pays.

Parmi les auteurs qui ont analysé le sujet, Levy et Sarnat (1970) ont étudié la diversification des portefeuilles dans 28 pays, dont quelques pays moins développés, du point de vue de l'investisseur américain dans les actions ordinaires entre 1951 et 1967. Ils ont constaté que la diversification réduirait la variance des portefeuilles. Dans une autre étude (1978), les mêmes auteurs ont examiné les portefeuilles de devises étrangères et d'autres titres (actions de neuf sociétés et huit devises) du point de vue des investisseurs américains entre 1959 et 1973 et ont constaté que la diversification internationale pouvait se révéler avantageuse en ce qui concerne la diminution des risques. Levy (1981) a étudié l'évolution du taux des bons du Trésor dans 16 grands pays développés entre 1970 et 1978, pour se rendre compte, tout en reconnaissant que les portefeuilles optimaux varieraient d'un pays à l'autre, que la diversification des devises comportait des avantages. Solnick (1974) a lui aussi étayé les avantages que l'on peut tirer de la diversification internationale.

Toutes ces études utilisent les taux de rendement nominaux. Von Furstenberg (1981) a cherché à savoir si la diversification des devises profiterait aux investisseurs américains en utilisant les taux de rendement réels au cours de la période des taux de change flottants de 1974 à 1980. Il a constaté que ceux qui investissent dans les instruments portant intérêt, à court terme et à risque de non-paiement uniformément faible, auraient pu obtenir de bien meilleurs résultats au cours des

sept premières années de taux de change flottants s'ils avaient investi dans des éléments d'actif libellés en d'autres devises que le dollar.

La question des fluctuations des taux de change est étroitement liée au choix d'un portefeuille international. Levy et Sarnat (1978), Makin (1978), Biger (1979), et Madura et Nosari (1983) ont trouvé en général que malgré ces fluctuations, le risque de change pourrait être réduit en diversifiant les devises dans lesquelles on emprunte ou investit.

Voir Haim Levy et Marshall Sarnat, « Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers », *Journal of Finance*, septembre 1970, p. 795-802; H. Levy et M. Sarnat, « Exchange rate risk and the optimal diversification of foreign currency holdings », *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre 1978, p. 453-463.; H. Levy, « The CAPM and the investment horizon », *Journal of Portfolio Management*, hiver 1981, p. 32-40; B. Solnick, « An equilibrium model of the international capital market », *Journal of Economic Theory*, août 1974, p. 500-524; George M. von Furstenberg, « Incentives for international currency diversification by U.S. financial investors », *International Monetary Fund Staff Papers*, septembre 1981, p. 477-494; John H. Makin, « Anticipated inflation and interest rates in an open economy », *Journal of Money, Credit and Banking*, août 1978, p. 275-289; N. Biger, « Exchange risk implications of international portfolio diversification », *Journal of International Business Studies*, automne 1979, p. 64-74; et J. Madura et E. J. Nosari, « Speculation in international money markets », *Atlantic Economic Journal*, juillet 1973, p. 87-90.

5 Voir, par exemple, Ragnar Nurske, *International Currency Experience: Lessons from the Inter-War Period*, Genève, Société des Nations, 1944; Ralph C. Bryant, *International Financial Intermediation*, Washington (D.C.), The Brookings Institution, 1987, p. 61-62; et Henry C. Wallich, « Capital movements: The tail that wags the dog », dans *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*, Federal Reserve Bank of Boston, mai 1984.

6 L'impôt de 25 % retenu à la source sur les paiements d'intérêts sur les obligations d'un pays aux non-résidents a aussi été supprimé.

7 Watson et collab., *International Capital Markets*.

8 En fait, ces devises sont alignées sur l'ECU (European currency unit) à l'intérieur d'une fourchette qui est révisée périodiquement par les membres du SME. Même si l'ECU représente un panier de devises européennes, ce panier est dominé par le deutsche mark et est grandement influencé par la politique monétaire du gouvernement de la République fédérale d'Allemagne.

9 Des éléments d'actif sont considérés comme très substituables entre deux pays quand les résidents d'un pays n'ont pas à payer une prime en fonction du risque de change pour détenir des éléments d'actif libellés dans la devise de l'autre pays. La différence entre le taux d'intérêt applicable à des actifs nationaux libellés dans la devise nationale et le taux d'intérêt applicable à des actifs étrangers comparables et libellés dans la devise étrangère serait, dans une situation d'équilibre, égale à l'augmentation ou à la diminution attendue du taux de change durant la période où les actifs sont détenus. Pour une analyse plus détaillée sur ce sujet, voir Paul Boothe, Kevin Clinton, Agathe Côté et David Longworth, « Substituabilité internationale des actifs : théorie et vérification empirique au Canada », Ottawa, *Revue de la Banque du Canada*, février 1985.

10 L'égalisation des taux de rendement a été utilisée par de nombreux auteurs pour mesurer l'ampleur du phénomène d'internationalisation : parité des taux d'intérêt nominaux non couverts, par Cumby et Obstfeld (1981); parité des taux d'intérêt réels, par Mishkin (1984), Cumby et Obstfeld (1982), et Cumby et Mishkin (1986). Voir R. E. Cumby et M. Obstfeld, « A note on exchange rate expectations and nominal interest differentials: A test of the Fisher hypothesis », *Journal of Finance*, juin 1981; F. Mishkin, « Are real interest rates equal across countries?: An empirical investigation of international parity conditions », *Journal of Finance*, décembre 1984; R. E. Cumby et M. Obstfeld, « International interest rate and price level linkages under flexible exchange rates: A review of recent evidence », Working Paper 921, National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass.), juin 1982; et Robert E. Cumby et Frederic S. Mishkin, « The international linkage of real interest rates: The European-U.S. connection », *Journal of International Money and Finance*, vol. 5, n° 1, 1986.

11 Pour une analyse des faits au Canada, voir Boothe et collab., « Substituabilité internationale des actifs ».

12 L'importance de facteurs comme la demande et l'offre de capitaux, les possibilités accrues d'échange d'information et l'effet d'agglomération est appuyée par les résultats d'études économétriques; voir Michael Goldberg et Robert W. Helsley, « The location of international financial activity: An interregional analysis », Federal Reserve Board of Kansas City, août 1988.

13 L'analyse comprise dans cette section et la section suivante est fondée sur une base de données fournie par IFR Publishing Ltd., de Londres. On peut trouver les données à l'appui et une analyse plus détaillée dans H. Zayat, « Canadian borrowers and Canadian financial institutions in international markets », document préparé pour le Conseil économique du Canada, 1989.

14 Sur le marché des euro-obligations, la part relative des pays émetteurs varie beaucoup dans le temps. Par exemple, entre 1975 et 1982, la part du Canada a atteint un plancher de 6 % en 1978 et un maximum de 18 % en 1981.

15 SRI, *Converging Competition in Financial Services*, International Business Intelligence Program, rapport n° 758, New York, SRI, 1987, p. 9.

16 Entre 1963 et 1970, 60 % de toutes les obligations vendues à l'extérieur du Canada et des États-Unis étaient libellées en deutsche marks. La position dominante du mark doit être vue dans son contexte : moins d'un milliard de dollars en obligations ont été émis à l'extérieur du Canada et des États-Unis pendant cette période, et les emprunts en deutsche marks ont été effectués en 1968 et 1969 seulement, à une époque où la valeur du mark était extrêmement faible par rapport aux dollars canadien et américain. En fait, durant cette période, plus du quart de toutes les euro-obligations ont été émises en deutsche marks. Le grand recours aux deutsche marks dans les emprunts faits par les autres pays reflète les conditions du marché à ce moment-là et ne constitue pas une manifestation de l'internationalisation comme nous la connaissons aujourd'hui.

17 Price Waterhouse, *The Cost of 'Non-Europe' in Financial Services*, recherche sur « Cost of non-Europe », Basic Findings, Luxembourg, Commission des communautés européennes, 1988, vol. 9.

18 Graham Bannock et E. Victor Morgan, *Banks and Small Business: An International Perspective*, étude effectuée pour le Forum of Private Business et la National Federation of Independent Business, août 1988.

19 C. Wyplosz, « La libre circulation des capitaux et le SME – un point de vue français », *Économie européenne*, mai 1988.

20 Un certain nombre d'auteurs ont noté que lorsqu'il y a des rigidités dans d'autres marchés, on peut quand même améliorer le bien-être économique global en introduisant des distorsions compensatrices sous forme de limites à la libre circulation des capitaux entre les pays. La nécessité de libéraliser d'abord l'économie réelle – en particulier, le commerce des biens et services – avant de libéraliser le mouvements des capitaux a été très bien établie de façon analytique.

21 Conseil économique du Canada, *Affermir la croissance – Choix et contraintes*, Vingt-deuxième Exposé annuel, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1985, chapitre 5.

22 Pour une analyse plus détaillée de l'influence croissante des mouvements de capitaux sur les taux de change, voir Wallich, « Capital movements ».

23 Securities Industry Association, *The International Market: Growth in Primary and Secondary Activity*, New York, SIA, juillet 1987.

Chapitre 5

1 Dix-huit des institutions bancaires étrangères présentes au Canada avaient établi à la fois une filiale et un bureau de représentation.

2 Aux États-Unis, il existe un quatrième genre d'établissement : l'agence. Par son statut, l'agence se situe entre le bureau de représentation et la succursale. Elle peut inscrire des prêts à son propre compte, mais elle ne peut accepter de dépôts. Elle fait partie intégrante de l'institution financière mère.

3 E. P. Neufeld, *The Financial System*, Toronto, Macmillan, 1972, chapitre 8.

4 Sur ces 165 compagnies canadiennes, 142 étaient constituées en vertu des lois fédérales et 23 avaient une charte provinciale.

5 La règle des 10 % de la participation a aussi été adoptée parce que le gouvernement de la Colombie-Britannique a tenté d'acquérir des intérêts majoritaires dans la Banque de Colombie-Britannique en 1964, ce qui serait allé à l'encontre de l'esprit de l'Acte de l'Amérique du Nord britannique.

6 M. Lessard et F. Leroux, « Les banques étrangères au Canada », Les cahiers du CETAI, n° 81-06, École des hautes études commerciales, Montréal, juin 1981.

7 Ministère des Institutions financières, *Études sur l'industrie des valeurs mobilières au Québec*, Rapport final, Québec, Éditeur officiel du Québec, 1972.

8 La différence entre le traitement accordé aux Canadiens et celui réservé aux non-Canadiens avait pour but de permettre à l'industrie ontarienne des valeurs mobilières de se restructurer avant l'arrivée des grandes multinationales comme Goldman Sachs, Salomon Brothers, Citibank, Morgan Guaranty, la Deutsche Bank et d'autres. Les institutions canadiennes devaient ainsi être en mesure de survivre à une intensification de la concurrence. Pour y parvenir, les maisons de courtage ontariennes, qui manquaient de capitaux, devaient s'allier à des institutions plus fortes comme les banques à charte.

9 Il est moins coûteux, pour l'institution mère, de gérer et de superviser une succursale qu'une filiale. Dans le cas de la succursale, il suffit d'un directeur et d'un personnel de soutien tandis que, dans le cas d'une filiale, il faut mettre en place un siège social, un conseil d'administration et tout le reste des services associés à l'administration d'un siège social.

10 Il existe une exception à cette règle. En vertu de certaines ententes, comme le Concordat de Bâle ou les Directives de la CEE, la responsabilité en matière de supervision incombe, en totalité ou en partie, au pays d'origine.

11 J. P. Hanna, B. Brittain et T. Q. Hung, « LIBOR vs prime: The internationalization of the U.S. loan market », Salomon Brothers Bond Market Research, International Bond Market Analysis, New York, mars 1981.

12 Conseil économique du Canada, *L'encadrement du système financier*, chapitre 6.

13 Voir, par exemple, le *Rapport* de 1964 de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (la Commission Porter); Conseil économique du Canada, *Efficacité et réglementation*; R. M. Pecchioli, *Les pouvoirs publics face à l'internationalisation des activités bancaires*, Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 1983; et J. W. Crow, « La concurrence entre les banques nationales et les banques internationales », communication présentée à la réunion annuelle de l'Association des banques mexicaines tenue à Monterrey, Mexique, le 5 août 1988.

14 Canada, Commission royale d'enquête sur les perspectives économiques, *Rapport*, Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1957.

15 Gouverneur de la Banque d'Angleterre, « Ownership and control of UK banks », *Bank of England Quarterly Bulletin*, novembre 1987, p. 526.

16 *American Express* est un conglomérat réunissant quatre divisions. Travel-Related Services (TRS) – le seul membre du groupe à ne pas offrir uniquement des services financiers – vend la carte de crédit *American Express*, des chèques de voyage et des mandats; il offre aussi des services de voyage, vend divers produits aux détenteurs de la carte *American Express*, publie des revues et offre de l'assurance-vie par l'intermédiaire d'AMEX Life Company. Les autres membres du groupe sont IDS Financial Services, qui offre des services de planification financière; Shearson Lehman Hutton, une maison de courtage en valeurs mobilières; et *American Express Bank*, qui a un bureau de représentation au Canada. Plus de 90 % des revenus de la société *American Express* proviennent des activités liées aux services financiers. *American Express* peut donc être considérée comme une société financière diversifiée exerçant ses activités à l'échelle mondiale et qui offre aussi des services non financiers. C'est TRS qui a demandé l'autorisation d'établir une banque de l'Annexe B au Canada.

17 Aucune mention de ce principe n'a été faite dans le texte de l'accord parce que les négociateurs américains et canadiens de l'accord interprétaient de façon différente la signification du traitement national. Par « traitement national », les Américains entendent l'égalité des possibilités de concurrence, tandis que du point de vue canadien, les institutions américaines seraient soumises aux mêmes lois et aux mêmes règlements que les institutions canadiennes. L'interprétation canadienne correspond à la définition que l'OCDE donne du traitement national.

Chapitre 6

1 Bryant, *International Financial Intermediation*.

2 Le Groupe des Dix comprend, en fait, 11 membres, qui sont la Belgique, le Canada, la France, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis.

3 Ce groupe représente 15 pays ou territoires qui offrent des services financiers extraterritoriaux : les Bahamas, Bahrain, la Barbade, les Îles Caïman, Chypre, Gibraltar, Guernesey, Hongkong, l'Île de Man, le New Jersey, le Liban, les Antilles néerlandaises, Panama, Singapour et le Vanuatu.

4 Banque des règlements internationaux, Comité sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, « Principles for the supervision of banks' foreign establishments », Bâle, mai 1983, p. 1.

5 Banque des règlements internationaux, Comité sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, « Report on international developments in banking supervision », Bâle, septembre 1986.

6 Voir en particulier Pecchioli, *Les pouvoirs publics face à l'internationalisation des activités bancaires*.

7 Il s'agit du Comité consultatif pour la coordination bancaire des Communautés européennes (créé en 1979), du Groupe extraterritorial de la surveillance des banques (1980) et de la Commission des organismes de surveillance et d'inspection bancaires des pays d'Amérique latine et des Caraïbes. Il y a, en outre, la SEANZA (South East Asia, New Zealand and Australia), une association de 16 banques centrales de pays du sous-continent indien, du sud-est asiatique et du bassin du Pacifique.

8 Geoffrey Bardos, « The risk-based capital agreement: A further step towards policy convergence », dans *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, hiver 1987-1988.

9 Banque des règlements internationaux, Comité sur les règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, « Proposals for international convergence of capital measurements and capital standards », Bâle, décembre 1987, p. 3.

10 Le traitement des réserves, par exemple, varie d'un pays à l'autre; les pertes sur prêts sont importantes aux États-Unis, mais pas au Japon, où, par ailleurs, les banques accordent une importance spéciale aux réserves occultes, c'est-à-dire à la différence entre la valeur comptable et la valeur marchande d'un certain nombre de titres. Ces réserves sont incluses dans le calcul du capital, mais réduites de 30 % à cause de l'incertitude de leur valeur de réalisation future. La réévaluation à la valeur marchande des biens immobiliers détenus entre dans la définition du capital utilisée au Royaume-Uni, mais pas dans la plupart des autres pays. Divers pays incluent des types d'instruments hybrides, comme les actions privilégiées à long terme au Canada, les titres participatifs et titres subordonnés de durée indéterminée en France et les titres de créance perpétuelle au Royaume-Uni. Le traitement de l'achalandage et des capitaux détenus dans d'autres institutions financières a aussi son importance.

11 Le 31 octobre 1987, par exemple, la Banque Royale du Canada détenait pour 17 milliards de dollars de prêts

hypothécaires et 49 milliards d'autres prêts, soit un total de 66 milliards. Si le risque bancaire lié aux hypothèques avait représenté la moitié de celui que comportent les autres prêts, on n'aurait affecté aux hypothèques que la moitié du coefficient de pondération attribué aux autres prêts dans le calcul de la valeur de l'actif auquel se serait appliqué le rapport capital-actif pondéré en fonction des risques (8 %). Ce montant se serait élevé à 57,5 milliards de dollars (soit le total des prêts non hypothécaires majoré de la moitié du total des prêts hypothécaires).

12 Les indicateurs à l'origine étaient les suivants : taux de croissance du PNB, taux d'inflation, taux d'intérêt, taux de chômage, ratios de déficit budgétaire, balance du compte courant et balance commerciale, taux d'augmentation de la masse monétaire, réserves et taux de change. Au Sommet de Toronto, on y a ajouté le prix des produits de base.

13 Le Groupe des Cinq – États-Unis, Japon, Allemagne de l'Ouest, Royaume-Uni et France – se réunit de temps à autre pour discuter de questions monétaires.

14 L'instabilité traduit les fluctuations quotidiennes ou mensuelles des taux de change, sans qu'il s'en dégage une tendance perceptible. Par contre, on entend par mésalignement l'écart persistant d'un taux de change par rapport à son niveau d'équilibre à long terme. Voir, par exemple, Richard C. Marston, « Exchange rate policy reconsidered », National Bureau of Economic Research, document de travail n° 2310, Cambridge (Mass.), 1987.

15 David O. Cushman, « The effect of real exchange rate risk on international trade », dans *Journal of International Economics*, août 1983; Peter Hooper et Steven Kohlhagen, « The effects of exchange rate uncertainty on the prices and volume of international trade », dans *Journal of International Economics*, novembre 1978; et Martin J. Bailey, George S. Tavlas et Michael Ulan, « The impact of exchange rate volatility on export growth: Some theoretical considerations and empirical results », dans *Journal of Policy Modeling*, printemps 1987.

Appendice A

1 Organisation de coopération et de développement économiques, *Échanges internationaux de services*, Paris, OCDE, 1984.

2 France St-Hilaire et John Whalley, « Some estimates of trade flows in banking services », communication présentée dans le cadre du symposium intitulé « Conceptual and data issues in trade in services », organisé à Ottawa le 13 février 1986 par le Centre for the Study of International Economic Relations de l'Université Western Ontario.

3 Suivant la définition du GATT, le traitement national s'applique uniquement aux produits faisant l'objet du commerce international et ne s'étend pas aux entreprises établies dans un pays étranger.

Appendice B

1 Canada, ministère des Finances, « Le secteur financier : nouvelles directions », p. 19 et 20.

2 Province de Colombie-Britannique, ministère des Finances et des relations avec l'entreprise, « Financial Institutions Act Major Policy Proposal », Victoria (C.-B.), octobre 1988, p. 23.

3 Dans un discours prononcé en 1986, le gouverneur de la Banque d'Italie s'exprimait en ces termes : « l'expérience italienne montre que l'abandon de ce principe a eu des conséquences graves sur la transparence des institutions, sur l'efficacité de la répartition des ressources et, par-dessus tout, sur la stabilité du système de crédit et sur l'économie dans son ensemble. Les entreprises contrôlant des banques ou contrôlées par des banques obtenaient des fonds dépassant de loin les fonds que leur cote de solvabilité aurait permis; elles finançaient leurs pertes au lieu de chercher à éliminer les causes; et elles engageaient des gros segments du système bancaire, avec les épargnants, dans leurs crises. À la fin, il s'est exercé des pressions considérables pour que le gouvernement et même la banque centrale s'engagent à soutenir concrètement des activités et des entreprises non rentables. Bien entendu, le principe de cloisonnement provient de notre expérience et n'est nullement un dogme. Il empêche les banques de contrôler l'industrie et vice versa, mais n'écarte certainement pas la possibilité d'investir dans des intérêts minoritaires d'une façon ou d'une autre ». Voir : « Statement » par C. A. Ciampi, gouverneur, *Banca d'Italia Economic Bulletin*, février 1987, p. 75.

4 Christine M. Cumming et Lawrence M. Sweet, « Financial structure of the G-10 countries: How does the United States compare? », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, hiver 1987-1988, p. 16.

5 Par exemple, en avril 1987, la Banque Sanwa comptait 32 647 actionnaires, parmi lesquels quatre compagnies d'assurance-vie détenaient ensemble 14 % des actions, et sept entreprises de fabrication, 10 % des actions. Aucun autre actionnaire ne détenait plus de 1 % des actions. Cette grande dispersion du capital-actions est typique de nombreuses banques japonaises.

6 À peu près 20 % des actions de la Société générale appartiennent à de grandes sociétés commerciales ou financières (par exemple, la Compagnie générale d'électricité, plusieurs compagnies d'assurance, et ainsi de suite); 10 % appartiennent à des employés; 15 à 20 %, à des étrangers; et le reste, au grand public.

7 Déjà, les grands fabricants d'automobiles américains consentent des prêts-automobiles, mais leurs activités financières

s'étendent bien au-delà de ces prêts. Par exemple, Ford Motors possède une importante caisse d'épargne et de crédit, et 18 % des bénéfices totalisant 4,6 milliards de dollars US qu'elle a réalisés en 1987 provenaient de divers services financiers. De même, General Motors vient maintenant au deuxième rang parmi les prêteurs hypothécaires aux États-Unis.

8 Parmi les plus récents travaux, on peut citer : Thomas J. Courchene, « Re-regulating the Canadian financial sector: The ownership dimension », Centre for the Analysis of National Economic Policy, Working Paper 87-01, Université Western Ontario, London, mai 1987; et T. F. Huertas, « Can banking and commerce mix? », *CATO Journal*, hiver 1988.

9 Courchene, « Re-regulating the Canadian financial sector », p. 15.

10 Cité dans Huertas, « Can banking and commerce mix? », p. 743-744. On trouve encore beaucoup d'exemples de combinaisons d'activités bancaires et d'activités commerciales aux États-Unis.

11 C'est là l'opinion, entre autres, de Halpert :

> Les États-Unis, tout au long de leur histoire, ont restreint par des obstacles légaux importants l'intégration à l'intérieur d'une même entreprise d'activités bancaires et non bancaires. Ce principe – celui du cloisonnement de l'activité bancaire et du commerce – compte parmi les plus vieilles doctrines dans le système de réglementation financière anglo-américain puisqu'il trouve son origine dans la législation anglaise d'il y a près de trois cents ans. Aux États-Unis, le cloisonnement est maintenu par de nombreuses lois fédérales et lois d'État qui reposent sur leurs antécédents anglais. La première loi imposant des restrictions sur les activités commerciales des banques aux États-Unis a été le résultat de la reproduction systématique et sans discernement des pratiques bancaires anglaises.

Voir S. K. Halpert, « The separation of banking and commerce reconsidered », *Journal of Corporation Law*, hiver 1988, p. 482 et 491.

12 Cette position a été clairement définie par M. L. Fein dans « The separation of banking and commerce in American banking history », dans une annexe au discours de Paul A. Volcker, président du Conseil des gouverneurs du *Federal Reserve System*, devant le sous-comité du commerce, de la consommation et des questions monétaires du comité sur les opérations publiques de la Chambre des représentants des États-Unis, le 11 juin 1986. En particulier, on peut retrouver une des premières mentions du principe de cloisonnement du commerce et de l'activité bancaire dans un rapport d'Alexander Hamilton datant du XIXe siècle, dans lequel l'auteur pose comme principe que les banques doivent se limiter à fournir des moyens d'échange et à consentir des prêts à court terme à des fins commerciales, ce qui exclut nettement la participation des banques dans des entreprises commerciales.

13 Voir E. G. Corrigan, *Financial Market Structure: A Longer View*, New York, Federal Reserve Bank of New York, 1987.

14 Voir Conseil économique du Canada, « Concurrence et stabilité », p. 21-29.

15 Par exemple, le président du Groupe de travail de l'Ontario sur les institutions financières a indiqué que « tous les soi-disant comités de révision des activités commerciales au monde, et tous les règlements imaginables, ne pourront jamais empêcher totalement les transactions d'initiés. Selon les termes mêmes du rapport de mon groupe de travail, pour avoir l'assurance que des transactions d'initiés ne se produiront pas dans les cas où il y a peu d'actionnaires, il faut faire deux actes de foi : premièrement, il faut croire à l'intégrité des propriétaires majoritaires, et deuxièmement, il faut croire que les organismes de réglementation ont le pouvoir de faire appliquer à la lettre les règles empêchant les transactions d'initiés ». Voir S. Dupré, dans un exposé présenté à l'Assemblée législative de l'Ontario, Comité permanent des affaires financières et économiques (concentration des sociétés), Toronto, 18 octobre 1986.

16 Ministère des Finances, « La déréglementation des institutions financières du Canada : propositions à considérer », Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, avril 1985.

Appendice C

1 Le bénéfice prévu par action, que l'on calcule en divisant les bénéfices de la compagnie par le nombre d'actions, est un élément important dans l'établissement du prix des actions. Un prix trop élevé ne peut se maintenir longtemps.

2 Par rapport aux sommets enregistrés en 1987, les bourses de Singapour, de Hongkong, de Sydney et de Francfort ont accusé un recul de plus de 30 %, celle de New York, de 27 %, et celle de Toronto, de 20 %.

3 Il s'agit des six rapports suivants : *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, janvier 1988; Chicago Board of Trade, « Response to the presidential task force on market mechanisms », 1er décembre 1987; Chicago Mercantile Exchange, « Preliminary report of the committee of enquiry appointed . . . to examine the events surrounding October 19, 1987 », 22 décembre 1987; États-Unis, Commodities Futures Trading Commission, « Final report on stock index futures and cash market activity during October 1987 », janvier 1988; États-Unis, General Accounting Office, *Financial Markets: Preliminary Observations on the October 1987 Crash*, janvier 1988; et États-Unis, Securities and Exchange Commission, *The October 1987 Market Break*, février 1988.

Liste des tableaux, graphiques et figures

Tableaux

1-1	Actif des institutions bancaires par rapport au PNB, certains pays, 1960-1987	2
1-2	Nombre de banques étrangères et de bureaux de banques étrangères, certains pays, 1960-1987	6
1-3	Importance relative de l'actif des banques étrangères dans certains pays, 1960-1987	7
1-4	Compte de capital, États-Unis, 1980-1988	8
2-1	Actif des diverses catégories d'intermédiaires dans le secteur financier, Canada, décembre 1987	17
2-2	Actif total et actif en devises étrangères des principales banques de l'Annexe A, Canada, décembre 1988	18
2-3	Actif total au Canada des 10 plus grandes banques étrangères de l'Annexe B, décembre 1988	18
2-4	Emploi dans le secteur des finances, de l'assurance et de l'immobilier, Canada, 1984-1988	19
2-5	Compte de capital de la balance des paiements, Canada, 1960-1988	21
2-6	Dépôts, selon la catégorie d'institutions, Canada, décembre 1988	22
2-7	Encours des prêts hypothécaires à l'habitation, selon la catégorie de prêteur, Canada, décembre 1988	22
2-8	Encours des prêts à la consommation, selon la catégorie de prêteur, Canada, décembre 1988	22
2-9	Encours des prêts aux entreprises, selon la catégorie de prêteur, Canada, décembre 1988	23
2-10	Provenance et utilisation des fonds, sociétés privées non financières, Canada, 1980-1987	24
2-11	Concentration des actifs parmi les principaux groupes d'institutions financières, Canada, 1979-1987	24
2-12	Concentration sur certains marchés parmi les principaux groupes d'institutions financières, Canada, 1979-1987	25
3-1	Valeur des rétrocessions hypothécaires, selon l'émetteur, États-Unis, 1970-1986	38
3-2	Engagements des banques américaines sous forme de contrats à terme normalisés (futures), de contrats à terme et d'options, 1985-1987	46
3-3	Contrats à terme normalisés financiers et contrats d'option inscrits à l'extérieur des États-Unis, selon le marché, 1987 et 1988	47
3-4	Négociation d'options sur le parquet des bourses du Canada, 1980-1988	49
3-5	Volume des opérations sur divers contrats à terme normalisés sur le parquet des bourses de la Futures Industry Association, 1977-1988	50
3-6	Émission primaire fondée sur des swaps, selon la devise utilisée, 1981-1986	57
3-7	Engagements des banques américaines sous forme de swaps, 1985-1987	58

4-1	Montant brut des opérations sur valeurs mobilières entre des Canadiens et des non-résidents, 1978-1988	67
4-2	Répartition des émissions d'obligations internationales selon la devise, 1981-1988	69
4-3	Capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, selon la catégorie d'instrument, principaux pays emprunteurs, 1983-1988	72
4-4	Valeur au marché des entreprises nationales inscrites en bourse, certains pays, 1975-1986	74
4-5	Pays de placement d'obligations canadiennes, selon la catégorie d'emprunteur, 1963-1987	76
4-6	Obligations canadiennes placées à l'extérieur du Canada et des États-Unis, selon la devise utilisée, 1963-1987	77
4-7	Part des institutions canadiennes et américaines dans la gestion des émissions d'euro-obligations, 1970-1988	78
4-8	Part des institutions canadiennes et américaines dans la gestion des prêts internationaux, 1983-1988	79
4-9	Part des émissions d'euro-obligations de sociétés non financières gérées par les institutions du pays d'origine, certains pays, 1980-1988	79
4-10	Part des institutions canadiennes et étrangères dans la gestion des émissions d'euro-obligations, par type d'emprunteur canadien, 1980-1988	80
4-11	Répartition des émissions d'euro-obligations faites par les provinces canadiennes, selon le pays dans lequel a été constitué la société mère de l'institution de gestion de l'émission, 1966-1988	80
4-12	Part des émissions d'euro-obligations faites par des sociétés et organismes publics qui sont gérées par des institutions du pays, certains pays, 1980-1988	81
4-13	Classement mondial des cinq principales banques canadiennes, 1981 et 1987	82
4-14	Actif des banques canadiennes par rapport à celui des plus grandes banques du monde, 1980-1987	83
4-15	Part des institutions canadiennes dans la gestion des émissions canadiennes, selon la devise et la valeur de l'émission, 1980-1988	83
4-16	Taille de la plus grande banque par rapport au PIB, certains pays, 1987	84
4-17	Différences entre les coûts de certains services financiers dans huit pays d'Europe, 1986	88
4-18	Montant brut des bons à moyen terme et à long terme du Trésor des États-Unis, selon le pays où ils sont négociés, 1972-1986	92
5-1	Nombre d'établissements des six principales banques à charte canadiennes à l'étranger, 1965, 1980 et 1988	96
5-2	Actif des filiales canadiennes de banques étrangères et actif canadien des banques à charte, 1974-1981	98
5-3	Filiales de banques étrangères au Canada, 1983 et 1988	100
5-4	Rentabilité des banques canadiennes et des filiales de banques étrangères, Canada, 1988	105
5-5	Ventilation des prêts consentis par les banques canadiennes, selon le montant, 1985	107
5-6	Importance de certains postes du bilan des banques à charte en proportion de l'actif total comptabilisé au Canada, deuxième trimestre de 1988	107
6-1	Ratios de capitalisation actuels des principales banques, certains pays, 1987-1988	121

7-1 Actif, activités principales et activités à l'étranger de certaines institutions financières du Canada, 1987 135
B-1 Classement des 40 premières banques du monde en 1987, selon leur actif 168
C-1 Évolution des corrélations entre les variations des cours des actions, 1973-1987 175

Graphiques

1-1 Ratio d'intermédiation financière, Canada, 1961-1987 2
1-2 Taille du marché obligataire en proportion du PNB, certains pays, 1973-1976 et 1983-1986 3
1-3 Répartition des capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, selon la catégorie d'instrument, 1982-1988 4
1-4 Indice des déséquilibres de la balance du commerce extérieur, 1968-1987 8
1-5 Variabilité de deux indicateurs financiers des États-Unis, 1961-1988 10
1-6 Capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, en proportion du PIB, pays du Groupe des Sept, 1982-1987 13
3-1 Volume des contrats à terme normalisés financiers transigés sur les places boursières américaines, 1979-1988 44
3-2 Volume des options financières transigées sur les places boursières américaines, 1982-1988 45
3-3 Importance relative des contrats à terme normalisés de denrées agricoles et des contrats à terme normalisés financiers parmi les membres de la FIA, 1979-1988 45
3-4 Importance relative des contrats à terme normalisés financiers parmi les membres de la FIA, 1982-1988 46
3-5 Indices boursiers aux États-Unis, avril 1982-décembre 1988 54
4-1 Croissance des émissions d'obligations dans quatre pays de l'OCDE et sur les marchés internationaux, 1980-1988 68
4-2 Placement d'obligations canadiennes, 1963-1970 et 1981-1987 75
4-3 Moyenne des taux de croissance annuelle de la valeur nominale de l'actif des principales banques, certains pays, 1980-1987 82
4-4 Écarts entre les taux d'intérêt, prêts bancaires internationaux, 1984-1988 87
5-1 Proportion des avoirs et engagements en devises étrangères des banques canadiennes comptabilisés à l'étranger, 1967-1988 96
6-1 Exportations de marchandises en pourcentage du PIB, certains pays, 1987 127
C-1 Certains indices boursiers, 1er septembre au 13 novembre 1987 173

Figures

6-1 Pondération des risques selon la catégorie d'élément d'actif figurant au bilan 119
A-1 Différences dans le statut d'un prêt consenti par une banque canadienne 159

Glossaire

Accords de Bretton Woods. Accords internationaux signés en juillet 1944 à Bretton Woods (New Hampshire) par les représentants de 44 pays pour établir un système de parité fixe entre les devises. Chaque pays devait fixer la valeur de sa devise à l'étranger en fonction du dollar américain.

Activités hors bilan. Part des activités des institutions financières qu'il n'est pas nécessaire de porter à l'actif ou au passif du bilan. Ces activités créent généralement un passif éventuel pour l'institution.

Arbitrage. Stratégie commerciale qui consiste à acheter un élément d'actif sur le marché A et, simultanément, à le revendre sur le marché B afin de profiter d'un écart de prix entre les deux marchés.

Arbitrage sur indices boursiers. Opération consistant à jouer simultanément sur les marchés au comptant et sur les marchés à terme normalisés. En général, les arbitragistes achètent des actions et vendent des contrats à terme normalisés quand les actions se vendent au-dessous de leur valeur réelle, et vendent des actions et achètent des contrats à terme normalisés, quand le prix des actions est élevé. Par exemple, quand le cours à terme est trop élevé par rapport au cours au comptant – c'est-à-dire que le prix du contrat à terme est plus élevé que le prix au comptant plus les intérêts non réalisés par l'argent placé dans le contrat –, l'arbitragiste peut réaliser un profit en achetant des actions sur le marché au comptant et en vendant le contrat à terme normalisé. À l'échéance de ce contrat, l'arbitragiste annule sa position en le réglant et en vendant les actions. Comme il y a convergence des cours au comptant et à terme à la date de réglement, l'arbitragiste réalisera sans doute un profit.

Assurance de portefeuille. Couverture dynamique, qui consiste à rééquilibrer continuellement, dans un marché à la baisse, les trois composantes d'un portefeuille, à savoir l'actif, le passif et les liquidités, à l'aide de diverses techniques – notamment la vente et l'achat de contrats à terme normalisés – de sorte que la valeur du portefeuille ne tombe pas en deçà de 95 % de sa valeur originale.

Banque des règlements internationaux (BRI). Organisation internationale de banques centrales créée en 1930 pour faciliter le règlement des réparations consécutives à la Première Guerre mondiale. La BRI fournit maintenant des liquidités à court terme aux banques centrales qui en ont besoin, gère le système privé de compensation et de règlement en écu et agit comme mandataire de plusieurs organismes de la Communauté européenne. La BRI est un important forum de coopération entre les banques centrales et d'autres organisations internationales.

« Big Bang ». Expression qui désigne les changements institutionnels entrés en vigueur à la bourse de Londres le 27 octobre 1986. Ces changements visaient principalement à libéraliser l'industrie des valeurs mobilières en assouplissant l'accès à la bourse, en permettant à des agents économiques de l'extérieur de l'industrie de posséder des maisons de courtage, en supprimant les commissions minimales et en éliminant la séparation fonctionnelle entre les courtiers remplissant des commandes de clients et ceux agissant pour leur propre compte. Le « Big Bang » est un symbole de déréglementation financière, même si c'est la nouvelle *Financial Services Act* qui a donné lieu aux modifications importantes apportées à la réglementation au Royaume-Uni.

Contrat à terme. Accord entre deux parties qui conviennent d'échanger une quantité et un type précis d'une marchandise ou d'un instrument financier à une date future et à un prix prédéterminé (voir page 43).

Contrat à terme normalisé (« futures »). Contrat, habituellement transigé sur une bourse organisée, qui confère le droit et l'obligation d'acheter ou de vendre un actif ou une devise à une date fixe et à un prix préétabli (voir page 43).

Contrat à terme sur taux d'intérêt. Entente en vertu de laquelle les contreparties – habituellement une banque et son client – fixent un taux d'intérêt sur un montant hypothétique de capital pour une date future préétablie (voir page 43).

Contrepartie. Partie d'un côté d'une transaction; on dit, par exemple, que les contreparties à un prêt bancaire personnel sont la banque et l'emprunteur.

Créance convertie en valeurs mobilières (ou créance « titrisée »). Certificat de participation dans un fonds créé par le regroupement de certains éléments d'actif (prêts hypothécaires et commerciaux, prêts aux petites entreprises, prêts-automobile et soldes de cartes de crédit). Chaque certificat représente une créance sur le fonds.

Diversification interpiliers. Expansion des institutions faisant partie d'un « pilier » dans les activités d'un autre pilier, que ce soit directement ou par l'acquisition d'une institution dans l'autre pilier. La prestation de services de dépôt (fonction bancaire) par les sociétés de fiducie et la possession de maisons de courtage par des banques sont des exemples de ce type de diversification (voir *pilier*).

ECU. Voir : Unité monétaire européenne.

Effets à taux variable (ETV). Titres de créance à moyen terme (d'habitude, une euro-obligation) portant un taux d'intérêt

variable qui est fixé périodiquement en fonction d'un taux d'intérêt indépendant, en général le taux interbancaire offert à Londres (TIOL). Les ETV offrent aux investisseurs une couverture contre l'inflation, car ce sont les emprunteurs qui assument le risque lié aux taux d'intérêt. Ils constituent par ailleurs une source de fonds moins coûteuse pour les emprunteurs, sutout dans le cas où les investisseurs exigent des primes pour risque élevé avant d'accepter des taux fixes. Les ETV à échéance fixe (ou ETV ordinaires) sont des obligations à moyen terme et à taux d'intérêt variable. Les ETV perpétuels – le marché pour ces ETV s'est effondré à la fin de 1986 quand les courtiers en valeurs mobilières ont dû, faute de liquidité, l'abandonner – étaient des obligations sans date de rachat fixe émises généralement par des banques commerciales cherchant à augmenter leur capital de base, et étaient achetées par des banques. Il existe d'autres variantes d'ETV, notamment les « ETV inversés », dont les intérêts payés sont inversement proportionnels à un taux d'intérêt qui sert d'étalon; et les « ETV minimaux », dont les taux d'intérêt minimum et maximum payables sont déterminés.

Effets perpétuels à taux variable. Effets à taux variable émis principalement par les banques et sociétés, sans date de rachat.

Euro-actions. Actions émises simultanément sur les marchés intérieurs de plusieurs pays. Les euro-actions offrent à l'investisseur l'occasion d'investir dans des sociétés étrangères en lui fournissant directement des actions étrangères et de précieux renseignements dans sa propre langue. Comme la société émettrice d'euro-actions est régie par la réglementation du pays hôte, l'investisseur peut la comparer plus aisément aux sociétés intérieures et se trouve donc mieux renseigné sur son compte. Les euro-actions élargissent l'actionnariat des sociétés et accroît leur capacité de mobiliser des fonds.

Euro-dépôt. Dépôt libellé dans la devise d'un pays et inscrit dans un autre.

Euro-marché. Marché international sur lequel sont négociés divers instruments libellés dans des devises différentes. Les instruments de dépôt et les obligations, qui étaient au début libellés en dollars US, le sont maintenant dans diverses devises, notamment le deutsche mark, le franc français, la livre britannique, le yen, le dollar canadien, le dollar australien et le dollar de Hongkong.

Euro-obligations. Obligations émises simultanément dans plus d'un pays.

Euro-papier commercial (EPC). Titre de créance à court terme émis directement par une société sur l'euro-marché et portant une échéance de 7 à 365 jours. L'euro-papier commercial est émis en valeurs nominales élevées – habituellement d'au moins 100 000 $ – et il est habituellement souscrit par une banque ou une maison de courtage. Contrairement aux facilités d'émission d'effets (voir définition ci-après), l'euro-papier commercial ne comporte pour l'émetteur aucune garantie autre que la promesse de l'intermédiaire, qui s'engage à faire de son mieux pour placer le papier.

Facilité d'émission d'effets (FEE). Engagement obligatoire à moyen terme (cinq à sept ans) en vertu duquel un emprunteur peut émettre, en son propre nom, du papier à court terme portant une échéance de trois à six mois. La facilité est généralement souscrite par une banque, un groupe de banques ou un consortium, qui s'engage normalement à accorder du crédit à l'émetteur ou à acheter ses effets si ceux-ci ne peuvent être vendus à un prix minimal convenu. Parmi les diverses variantes possibles, signalons la « facilité d'achat d'effets » et la « facilité renouvelable à prise ferme comportant un élément de cession », qui permet aux banques souscriptrices de céder leurs engagements à d'autres institutions.

Intermédiaires de marché. Les intermédiaires qui organisent l'achat direct, par des investisseurs, des instruments financiers des utilisateurs des fonds.

Intermédiation. Il existe plusieurs formes d'intermédiation. L'« intermédiation de devises » : une institution recueille des fonds au moyen de dépôts ou d'autres instruments libellés dans des devises autres que les devises dans lesquelles sont libellés les prêts qu'elle consent; l'« intermédiation de risque de non-paiement » : une institution offre aux épargnants des titres de créance sur elle-même qui assurent une meilleure protection contre les pertes que ses propres créances; la « transformation d'échéance » : une institution prête des fonds pour une échéance autre que celle des fonds qui lui ont été confiés; l'« intermédiation de taux d'intérêt » : une institution impose, pour un terme donné, un taux d'intérêt au prêteur ou à l'emprunteur, sans imposer un arrangement équivalent à l'autre partie; l'« intermédiation de valeur en capital » : une institution possède des actions dont la valeur en capital varie, tandis qu'elle offre des titres d'emprunt rachetables à valeur monétaire fixe.

Lettre de crédit. Engagement pris par une banque ou une autre institution financière de payer une certaine somme sur demande pour le compte d'un client qui lui paie une commission pour cette garantie.

Loi Glass-Steagall. Loi bancaire américaine adoptée en 1933 et qui établissait notamment le principe de la séparation entre les activités bancaires et les opérations de courtage.

Mainteneur de marché. Agent économique, habituellement une institution financière, qui est prêt à acheter – ou à vendre à même son inventaire – un élément d'actif afin que celui-ci puisse toujours être échangé par d'autres intervenants. Le mainteneur de marché tire un profit de la différence entre les prix d'achat et de vente. Les activités de maintien du marché assurent la liquidité de l'élément d'actif, en réduisent le risque et le rendent plus intéressant comme investissement.

Marché au comptant. Marché où les instruments négociés sont immédiatement exigibles.

Marché exempté. Marché non réglementé d'instruments financiers.

Mécanisme de compensation. Système organisé utilisé par les institutions financières pour se transmettre les titres et les ordres de paiement (les chèques, par exemple).

Mécanisme de règlement. Système organisé utilisé par les institutions financières pour effectuer les paiements finaux sur les transactions.

Obligations de fonds d'hypothèques. Forme de créance convertie en valeurs mobilières. Quatre catégories de titres – A, B, C et Z – sont émises sur un fonds de créances hypothécaires (voir page 39).

Obligations hypothécaires. Obligations émises, principalement aux États-Unis, par une société de prêt hypothécaire, qui paie des intérêts à intervalles réguliers et rembourse le capital périodiquement où à l'échéance. Il s'agit de créances titrisées, le nantissement se faisant ici par un fonds de regroupement de prêts hypothécaires; les obligations demeurent cependant un élément de passif direct de la société émettrice et les prêts demeurent aux livres du prêteur initial.

Oligopole parfaitement accessible. Marché où le nombre de fournisseurs est relativement limité et où de nouveaux concurrents peuvent entrer (ou sortir) sans qu'aucun obstacle, financier ou autre, ne s'y oppose.

Opération de couverture. Fait de prendre une position pour réduire les risques inhérents à une fluctuation des taux du marché, dans l'immédiat ou à l'avenir.

Option. Contrat qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une quantité spécifiée d'une marchandise, d'un élément d'actif financier ou d'une devise à un prix prédéterminé ou, dans le cas d'une option sur taux d'intérêt, de fixer le taux d'intérêt à une date future spécifiée sur un montant hypothétique.

Papier commercial. Titre de créance à court terme émis par une société et dont l'échéance est habituellement de 30, 90 ou 180 jours.

Pilier. Groupe d'institutions qui exercent une même fonction financière. On dit souvent que le système financier canadien repose sur quatre piliers, qui sont les banques, les sociétés de fiducie, les compagnies d'assurance, et les maisons de courtage.

Prêteur initial. Institution qui consent un prêt à l'origine.

Prospectus. Document légal préparé par une société comme condition préalable à une émission d'obligations ou d'actions. Le prospectus décrit les conditions de l'émission et fournit des renseignements sur la société. La plupart des commissions de valeurs mobilières exigent le dépôt d'un prospectus avant d'autoriser une société à vendre ses titres au public.

Réciprocité. Dans les négociations commerciales entre pays, la réciprocité suppose un échange de concessions à l'avantage mutuel et égal de chaque partie. La réciprocité est différente du « traitement national » (voir définition), en vertu duquel une institution d'un pays peut faire dans le pays hôte tout ce que peuvent y faire les institutions de celui-ci.

Régime de pension privé. Régime de pension dont le répondant est un employeur (du secteur public ou du secteur privé) ou un syndicat. Les régimes privés comprennent les régimes de pension en fiducie, dans lesquels les cotisations des employeurs et des employés sont gérés par un fiduciaire; les régimes assurés, dans lesquels les cotisations sont amalgamées aux fonds d'assurance d'une compagnie d'assurance; les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER); et certains régimes de fonctionnaires où les fonds sont détenus par des gouvernements dans les comptes du Trésor. Les régimes de pension publics, par contre, sont offerts par les gouvernements à tous les citoyens qui y sont admissibles en raison de leur âge, de leur revenu ou des deux. Ces régimes comprennent le Régime de pensions du Canada, le Régime de sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti.

Rétrocession hypothécaire. Forme de titre hypothécaire pour lequel les paiements d'intérêt et de remboursement du capital sur les créances hypothécaires reçues par le fonds sont redistribués aux détenteurs de certificats au *prorata* de leur participation dans le fonds. Ces certificats de participation constituent des parts d'un fonds indivis d'hypothèques, au même titre que les actions sont des parts d'une société indivise. Le détenteur d'un certificat est propriétaire d'un certain pourcentage du fonds d'hypothèques. Les paiements d'intérêt et de principal, à mesure qu'ils sont reçus au fonds, sont redistribués chaque mois aux détenteurs de certificats au *prorata* de leur participation, jusqu'à épuisement des créances hypothécaires du fonds.

Risque de crédit. Risque qu'une contrepartie à un contrat (l'emprunteur, par exemple) ne puisse respecter les modalités de celui-ci, habituellement en ce qui concerne le paiement des intérêts ou le remboursement du capital, ou les deux.

Risque de position. Risque que la position financière d'un intervenant du marché soit affectée négativement par une fluctuation des taux d'intérêt ou de change si son actif et son passif ne sont pas équilibrés en ce qui concerne les taux d'intérêt ou le panier de devises.

Risque de prix. Voir *risque de position.*

Risque-pays (ou risque de non-transfert). Risque qu'un emprunteur ne puisse, à cause d'un problème de change ou de tout autre problème dans son pays, rembourser un prêt libellé en devises étrangères.

Souscription. Processus selon lequel les valeurs mobilières et les polices d'assurance sont émises.

Swap. Opération financière par laquelle deux parties conviennent d'échanger des paiements dans le temps selon une règle prédéterminée. Voir « swap de devises » et « swap de taux d'intérêt ».

Swap de devises. Opération par laquelle deux parties échangent un paiement d'intérêts en une devise contre un paiement

d'intérêts dans une autre. Les parties peuvent aussi échanger le montant du capital à un taux de change négocié. À l'échéance, le montant du capital peut être échangé de nouveau à un taux de change préétabli.

Swap de taux d'intérêt. Opération par laquelle deux parties échangent des paiements d'intérêts sur un montant de capital hypothétique. Les principaux types de swaps sont les suivants : taux fixe contre taux variable dans la même devise; taux variable contre un autre taux variable dans la même devise; et taux fixe dans une devise contre taux variable dans une autre devise.

TIOL (Taux interbancaire offert à Londres). Taux d'intérêt offert par les banques de Londres pour les grands euro-dépôts interbancaires.

Titre hypothécaire. Titre sur un regroupement de créances hypothécaires.

Titrisation. Terme qui a deux significations : 1) l'émission directe de titres par des sociétés qui veulent emprunter; et 2) le regroupement de prêts hypothécaires, de soldes de cartes de crédit ou de prêts pour achats d'automobiles en fonds de créances, qui sont ensuite fractionnés en unités vendues aux investisseurs sous forme de titres. Dans le premier cas, le terme désigne l'utilisation accrue de titres traditionnels – comme les obligations – ainsi qu'une variété de nouveaux instruments négociables comme les facilités d'émission d'effets, les effets à taux variable et l'euro-papier commercial. Dans le second cas, il désigne la conversion de prêts ou de créances en instruments négociables qui sont alors offerts à des investisseurs.

Traitement national. Dans les négociations commerciales, entente entre les parties qui prévoit que le pays hôte accordera exactement le même traitement aux institutions étrangères qu'aux siennes propres.

Transactions de gré-à-gré. Transactions d'instruments financiers effectuées à l'extérieur des bourses organisées. Ces transactions comprennent les prêts bancaires, les swaps et autres.

Transformation d'échéance. Opération par laquelle une institution prête des fonds pour une échéance autre que celle des fonds qui lui ont été confiés.

Unité monétaire européenne (ECU). Monnaie de compte définie par la somme pondérée des montants des monnaies des États membres du Système monétaire européen; la pondération se fait en fonction de l'importance de la part du commerce européen que détient un pays.

Vente de prêts. Vente, par une banque, de prêts à un investisseur. Il peut s'agir de prêts sans recours; dans ce cas, l'investisseur assume tous les risques de non-paiement et la banque supprime le prêt de son bilan. Parfois, moyennant commission, la banque administre le prêt. Elle peut également vendre des prêts avec recours; dans ce cas, le prêt demeure inscrit à son bilan. Ce genre de vente permet à la banque de consentir plus de prêts et de mieux utiliser son capital de base. La banque peut continuer d'administrer le prêt parce qu'elle connaît mieux le client et peut donc résoudre de façon plus économique que d'autres institutions tout problème lié au prêt en question.

Volatilité. Dans le contexte des taux de change et d'intérêt ou des cours des valeurs mobilières, la volatilité se rapporte aux mouvements à très court terme que n'expliquent pas l'évolution conjoncturelle. La volatilité concerne d'habitude les mouvements quotidiens ou hebdomadaires des taux et des cours.

Membres de l'équipe

Recherche

André Ryba, directeur
Keith Patterson

Andrée Mayrand
Pierre Mercier
Ashok Nigam
Hani Zayat

Carole Morris, secrétaire

Nous exprimons aussi notre gratitude au personnel de la Division de l'informatique, de la Division des publications et du Service des dossiers pour sa précieuse contribution à la réalisation du présent rapport.

Conseil économique
du Canada

Economic Council
of Canada